

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA PODNIKOHOSPODÁŘSKÁ

Ocenění podniku Prodez, a.s.
Evaluation of the Company Prodez, Inc.

Student: Bc. Kateřina Fučíková
Vedoucí diplomové práce: Dr. Ing. Zuzana Čvančarová

Ostrava 2012

VŠB - Technická univerzita Ostrava
Ekonomická fakulta
Katedra podnikohospodářská

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Kateřina Fučíková**
Studijní program: N6208 Ekonomika a management
Studijní obor: 6208T020 Ekonomika podniku
Specializace: 02 Ekonomika podniku
Téma: **Ocenění podniku Prodez, a.s.**
Evaluation of the Company Prodez, Inc.

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska oceňování podniku
 3. Představení společnosti Prodez, a.s.
 4. Stanovení hodnoty podniku
 5. Návrhy a doporučení pro vedení společnosti
 6. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2th ed. New York: John Wiley & Sons, 2006. 685 p. ISBN 978-04-71751-21-2.
KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 264 s. ISBN 978-247-2865-0.
MAŘÍK, Miloš. *Metody oceňování podniku: proces ocenění – základní metody a postupy*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 494 s. ISBN 978-80-86929-67-5.


Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **Dr.Ing. Zuzana Čvančarová**

Datum zadání: 25.11.2011

Datum odevzdání: 27.04.2012




Ing. Josef Kašík, Ph.D.
vedoucí katedry


prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.“

V Ostravě dne 27. 4. 2012

Kateřina Fučíková

vlastnoruční podpis

Obsah

1	Úvod	5
2	Teoretická východiska oceňování podniku	7
2.1	Důvod ocenění	7
2.2	Podnik a jeho hodnota.....	8
2.2.1	Kategorie hodnot podniku.....	8
2.3	Technické problémy oceňování	12
2.3.1	Faktor času	12
2.3.2	Faktor rizika	12
2.4	Postup ocenění.....	15
2.4.1	Sběr dat	16
2.4.2	Strategická analýza	16
2.4.3	Finanční analýza.....	19
2.4.4	Swot analýza	27
2.4.5	Sestavení finančního plánu.....	28
2.4.6	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná.....	30
2.5	Metody ocenění	32
2.5.1	Výnosové metody	33
3	Představení společnosti Prodez, a.s.	39
4	Stanovení hodnoty podniku	42
4.1	Strategická analýza.....	42
4.1.1	Analýza vnějšího potenciálu	42
4.1.2	Analýza vnitřního potenciálu	45
4.1.3	Prognóza vývoje trhu a tržeb.....	49
4.2	Swot analýza	51
4.3	Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná	53
4.3.1	Korigovaný výsledek hospodaření	53
4.4	Finanční analýza	54
4.4.1	Ukazatelé rentability	54
4.4.2	Ukazatelé zadluženosti.....	56
4.4.3	Ukazatelé finanční stability	57
4.4.4	Ukazatelé likvidity	58
4.4.5	Pyramidový rozklad.....	61
4.4.6	Celkové zhodnocení finančního zdraví podniku	62

4.5	Finanční plán	64
4.5.1	Plán tržeb.....	64
4.5.2	Plán pracovního kapitálu	65
4.5.3	Plán investic.....	66
4.5.4	Další informace	66
4.6	Stanovení nákladů vlastního kapitálu N_{VK}	68
4.7	Stanovení hodnoty podniku dvoufázovou metodou EVA Entity	70
4.7.1	Výsledné ocenění.....	71
4.8	Stanovení hodnoty podniku dvoufázovou metodou DCF Entity	72
4.8.1	Výsledné ocenění.....	72
4.9	Srovnání použitých metod	73
5	Návrhy a doporučení pro vedení společnosti	75
6	Závěr	77
	Seznam použité literatury.....	79
	Seznam zkratk	81
	Prohlášení a využití výsledků diplomové práce	
	Seznam příloh	
	Přílohy	

1 Úvod

Stanovení hodnoty podniku patří k velmi náročným ekonomickým disciplínám. Vzhledem k neustále se vyvíjející ekonomice naší země, v porovnání se stabilizovanými ekonomickými podmínkami západních států, je stanovení ceny podniku velice obtížným procesem.

Stanovení odhadu ceny podniku plní mnoho funkcí. Jeho výstupem není pouze konkrétní číslo, ale podává celkový obraz finančního zdraví podniku. Proto je žádoucí seznámit se s postupy a metodami oceňování podniků používanými ve vyspělých zemích a inovativně i u nás. V České republice již existuje řada domácích publikací uznávaných expertů na oceňování s obšírnou metodologií. Výběr postupu a metody ocenění však závisí na zkušenostech, znalostech, umění a intuici znalce. Záleží pouze na znalci, aby dle účelu a poskytnutých informací, které o oceňovaném podniku nabyt, dokázal tyto informace účelově využít a na jejich základě vybrat vhodný model pro ocenění. V důsledku subjektivního pohledu, nepropracované a nejasné legislativy mohou dvě nezávislé strany tyto informace odlišně interpretovat a mohou dojít k rozdílným výsledkům hájícím své zájmy.

Cílem diplomové práce je provést ocenění vybrané společnosti a na základě zjištěných údajů podat managementu společnosti věrohodný obraz finanční situace podniku. Důvodem pro zpracování tohoto tématu byl zájem majitelů společnosti zjistit, jakou hodnotu v současné legislativní situaci České republiky jejich společnost má k datu ocenění 31. 12. 2011. Současně bude odhad a celý koncept práce sloužit majitelům pro finanční řízení společnosti.

K výpočtu bude použita metoda diskontovaných peněžních toků plynoucích do firmy a podpůrná metoda EVA, která je rovněž založena na tržní bázi. Ocenění tržní hodnoty vlastního kapitálu je jednou z klíčových úloh finančního řízení a rozhodování. Zjišťuje se hodnota, která připadá vlastníkům podniku a růst této hodnoty znamená realizaci vlastnických zájmů jako rozhodujících motivů a cílů při finančním řízení firmy.

Diplomová práce bude členěna do 6 základních kapitol. Mimo úvodu a závěru bude obsahovat teoretickou část, představení společnosti, praktickou implementaci odhadu hodnoty podniku a návrhy a doporučení pro vedení společnosti.

Teoretická část práce bude zaměřena na vymezení problematiky oceňování podniku. Budou zde uvedeny obecné důvody pro ocenění, kategorie hodnot, příslušná legislativa a bude probráno teoretické vymezení jednotlivých kroků při ocenění. Zde

především patří: sběr dat, strategická analýza, finanční analýza, SWOT analýza, rozdělení majetku, generátory hodnoty, sestavení finančních plánů, metody oceňování a způsoby stanovení odhadu hodnoty podniku.

V následující kapitole bude představena společnost dle platného výpisu z obchodního rejstříku.

Praktická implementace bude zaměřena na samotné ocenění firmy. Ocenění bude reflektovat nastíněný postup v teoretické části práce.

V závěru práce bude shrnuto celkové finanční zhodnocení společnosti a budou dány návrhy a doporučení vedení společnosti.

Při zpracování diplomové práce budou uplatněny znalosti získané na Ekonomické fakultě VŠB-TUO, při studiu oboru Ekonomika podniku. Poznatky získané studiem na fakultě budou doplněny o informace získané samostudiem a odbornými konzultacemi s odhadci.

2 Teoretická východiska oceňování podniku

„Oceňování podniků – královská ekonomická disciplína.“

Jaroslav Šantrůček

hlavní metodik České komory odhadců majetku

Oceňování podniku je chápáno jako soubor činností, prostřednictvím kterých je stanovena hodnota podniku. Jako každá jiná ekonomická disciplína, má i oceňování své specifické pojmy, definice, analýzy a metody. V následujícím textu budou nastíněna teoretická východiska oceňování. Budou zde uvedeny základní pojmy spjaté s oceňováním, budou definovány kategorie hodnoty, používané ekonomické analýzy, metody oceňování a především bude popsán obecně uznávaný postup při oceňování podniku.

2.1 Důvod ocenění

Obecně existuje řada důvodů, proč se ocenění provádí. Mezi nejvíce frekventované patří:

- vlastnické změny (vklad do společnosti, prodej, koupě, akvizice, splnutí),
- žádost o úvěr,
- vstup na burzu (emise akcií),
- rozhodování o sanaci či likvidaci,
- ocenění pro účely zdanění,
- garance,
- transformace obchodní společnosti,
- pojištění podniku,
- stanovení výnosnosti investice,
- ohodnocení výsledků práce managementu, zvyšování tržní hodnoty podniku,
- informační základny při vytváření splátkového kalendáře, vyvlastnění aj.

2.2 Podnik a jeho hodnota

Pojem **podnik** je odlišně definován různými autory. V podmínkách České Republiky je definován v § 5 odst. 1 zákona č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník jako „...soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Podnik je věc hromadná....“.[20]

Souhlasně se dá říci, že podnik je uspořádaný celek, ve kterém dochází neustále k přeměně vstupů na výstupy. Především je to soubor zdrojů, prostředků, práv a jiných majetkových hodnot, které mohou být vlastní či pronajaté, které jsou předpokladem k uskutečnění podnikatelských aktivit.

Od pojmu podnik je nutno oddělit pojem **obchodní jmění**, které je neodmyslitelně spjato s oceňováním. Jak říká Kislingerová (1999, s. 5) „...obchodní jmění zahrnuje soubor obchodního majetku a závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním.“ Obchodní majetek je opět definován v § 6 odst. 2 zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku jako „Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.“ [20]

Dle výše popsaných definic je možné konstatovat, že obchodní jmění je jen součástí obchodního majetku společnosti a jeho velikost lze nalézt v účetním výkaze, rozvaze, jako položka aktiva. Čisté obchodní jmění je pak rozdíl mezi obchodním majetkem (aktiva) a závazky podniku.

Dalším pojmem, který je v metodice oceňování velmi důležitý, je **hodnota podniku**. Jelikož tento pojem má obširnější vysvětlení, bude mu věnována následující podkapitola.

2.2.1 Kategorie hodnot podniku

Pojem *hodnota podniku* může být často zaměněn s pojmem *cena podniku*. Cenou se rozumí konkrétní peněžní částka zaplacená koupěchtivým kupujícím za podnik v daném čase a místě. Hodnota je pak taková částka, kolem které by se měla tato cena pohybovat. Hodnotu podniku lze chápat nejen z pohledu majetku obsaženého v podniku, ale i z hlediska budoucích peněžních toků a zisků.

Celková hodnota stanovena jak pro věřitele, tak pro dlužníky se nazývá hodnotou *brutto*. Hodnota *netto* je pak stanovena na úrovni vlastníků podniku.

Každé ocenění by mělo mít svůj účel, pro který se provádí. Na konkrétním účelu pak závisí kategorie hodnoty podniku, které má být oceněním dosaženo. V navazujícím textu bude demonstrováno několik důvodů pro ocenění a budou zde popsány jednotlivé kategorie hodnot.[2]

Klasifikace hodnot podniku

Mnoho autorů zabývajících se problematikou ocenění se shoduje na základních čtyřech kategoriích hodnot při ocenění podniku. Jsou jimi tržní, subjektivní, objektivizovaná hodnota a komplexní přístup na základě kolínské školy.

Tržní hodnota

Tato hodnota se stanovuje z pohledu trhu. V mezinárodním měřítku první obecnou a všeobecně platnou definicí tržní hodnoty zavedla International Assets Valuation Standards Committee (IAVSC, Mezinárodní komise pro standardy v hodnocení aktiv¹). Definice dle International Valuation Standards 2000, str. 92, odst. 3. zní: „*Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi dobrovolným kupujícím a dobrovolným prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve kterém by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.*“.

Tržní hodnotu je vhodné stanovit v případech uvádění podniku na burzu, při prodeji podniku, kdy není znám konkrétní kupující a v případě, kdy hodnota by neměla být závislá na konkrétním subjektu.

Subjektivní hodnota

Přístup vychází z poznatku, že podnik a jeho fixní aktiva bývají jedinečné. Na podnik jako celek je třeba nahlížet jako na jedinečné a méně likvidní aktivum. Prioritou při stanovení této hodnoty podniku je individuální názor účastníků transakce, například kupujícího jako konkrétního investora pro stanovení svého investičního cíle. Výsledná

¹ vlastní překlad

hodnota může být větší či menší než tržní hodnota. Je to především ovlivněno postojem manažerů oceňovaného podniku. Peněžní toky jsou téměř vždy odhadovány na základě jejich představ. Často se také pro tuto hodnotu používá pojem *investiční hodnota*, která je ve velké míře dána subjektivními názory, představami a konkrétními podmínkami subjektu, z jehož hlediska je sestavena.

Subjektivní (investiční) hodnota je obvykle využívána tam, kde konkrétní subjekt sleduje svá individuální očekávání do budoucna. Například při výhodnosti koupě či prodeje, při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku.[2]

Objektivizovaná hodnota

Tuto kategorii hodnoty určují převážně profesionálové. Dle Maříka (2011) je to „*přístup odhadců majetku*“. Objektivizovaná hodnota tvoří protiklad k hodnotě subjektivní, tedy měla by být v co největší míře postavena na všeobecně uznávaných datech, která by měla být dostupná k testování jejich pravdivosti a přiměřenosti.

Odhad objektivizované hodnoty by měl splňovat určité zásady:

- udržovat substanci – objektivní ocenění vyžaduje, aby se při ocenění braly v úvahu příjmy, které tento podnik neohrozí v budoucnu,
- zásada volného zisku – ocenění je založeno na volném zisku, tzn. na té části, kterou lze z podniku vybrat, aniž by byla ohrožena substance podniku,
- zásada nepotřebného majetku – podle této zásady by se měl majetek podniku rozdělit na provozně potřebný a nepotřebný. Výnosové ocenění se týká především té části, která je pro podnik nezbytná. Ostatní majetek je oceňován samostatně,
- možnosti změn v podniku – oceňuje se pro daný okamžik „jak leží a běží“,
- jasná a jednoznačná metoda – znamená, že jiný oceňovatel by měl bez problému zopakovat celé ocenění se stejnými či podobnými výsledky a
- management – při objektivizované metodě předpokládáme, že přetrvává dosavadní management.[7]

Objektivizovanou hodnotu je vhodné použít při poskytování úvěru, při zjišťování současné reálné bonity a zdraví podniku. Rovněž ji lze použít při podobných účelech jako u tržní hodnoty jen s tím rozdílem, že by neměla být závislá na konkrétním subjektu.

Komplexní přístup na základě kolínské školy

Trh v rámci Evropy poukazuje na skutečnost, že je obecně problematické hovořit o tržní hodnotě, jelikož trh s podniky má v evropských podmínkách stále mnoho omezení. Komplexní přístup na základě kolínské školy je založen na subjektivním postoji konkrétního prodávajícího a konkrétního kupujícího. Principem této hodnoty je, že ocenění je třeba přizpůsobit konkrétním funkcím, které má pro svého uživatele. Mařík (1996, s.12) uvádí, že Kolínská škola „...zastává názor, že ocenění nemá smysl modifikovatv závislosti na jednotlivých podnětech, ale na obecných funkcích, které má ocenění pro uživatele jeho výsledků.“ Kolínská škola rozeznává několik základních funkcí oceňování a spolu s tím i funkcí oceňovatele:

- Poradenská funkce - znalec se snaží najít výhodné ceny pro obě strany, tzn. pro kupujícího tu minimální, pro prodávajícího pak maximální cenu.
- Rozhodčí funkce - odhadce se snaží najít spravedlivou cenu.
- Argumentační funkce - snaží se najít argumenty pro snižování (pro kupujícího) a zvyšování (pro prodávajícího) ceny.
- Komunikační funkce - přikládá důraz tomu, že hodnota firmy je důležitá pro komunikaci podniku s bankou nebo věřiteli.
- Daňová funkce - hodnota podniku se stanovuje pro daňové účely.[8]

2.3 Technické problémy oceňování

Každé ocenění se vztahuje k určitému datu, rozhodnému dni ocenění. Cílem ocenění podniku je stanovení jeho hodnoty, která jemu přisouzena k tomuto dni. Podnikové hodnoty jsou však odrazem zdůvodněných očekávání pro budoucnost (očekávání návratnosti a výnosnosti investice). Ocenění má tedy vždy vztah k budoucnosti. Jak uvádí Mařík, (2011, s. 59), „... z teoretického hlediska vymezujeme hodnotu aktiva jako současnou hodnotu budoucích čistých příjmů, které z tohoto aktiva poplynou držiteli tohoto aktiva.“ Oceňovatel bude podle této definice postupovat při ocenění výnosovými metodami, ale může jej využít i v případě majetkového ocenění, pokud bude výnosově oceňovat některé majetkové složky podniku.

2.3.1 Faktor času

Hodnoty podniku jsou v zásadě vztaženy vždy k budoucnosti, nicméně znalost minulosti a přítomnosti může posouzení budoucnosti usnadnit. Výše uvedené se vztahuje k tzv. časové hodnotě peněz, protože příjem získaný dnes má větší význam než příjem získaný později (protože jeho příjemce může získané prostředky dříve investovat a dosáhnout tak z nich dalšího výnosu).

V důsledku těchto skutečností tedy nelze zjištěné hodnoty podniku sečíst, ale musí se všechny budoucí příjmy přepočítat k datu ocenění, tedy musí se zjistit jejich současná hodnota. Tyto zjištěné současné hodnoty budoucích příjmů ke stejnému datu lze pak sečíst. V této práci bude používán pro výpočet současné hodnoty odúročitel, což je časový faktor složeného úročení (předpokládá, že získané prostředky- výnosy, jsou opět investovány).[9]

2.3.2 Faktor rizika

Kromě faktoru času, který ovlivní velikosti plateb plynoucích z oceňovaného aktiva do budoucnosti, je pro výslednou hodnotu důležitá i pravděpodobnost, s jakou odhadnuté částky nastanou. Pravděpodobnost vyjádřená faktorem rizika znamená, že hodnota aktiva bude vyšší, pokud jsou očekávané příjmy poměrně jisté a naopak. Očekávané riziko může být kryto vhodným pojištěním. Riziko členíme ze dvou hlavních hledisek:

- ***riziko obchodní a finanční*** – bude užitečné tam, kde se sestavuje riziková přírážka v rámci diskontní míry podle jednotlivých dílčích rizik (kvalita managementu,

intenzita konkurence na příslušném trhu, stupeň diverzifikace, stupeň pružnosti provozních výdajů a zatížení podniku fixními výdaji plynoucími z financování jako jsou úroky, splátky úvěru).

- ***riziko systematické a nesystematické*** – vyskytuje se především ve vazbě k investicím na kapitálovém trhu a ve vztahu k účelu ocenění (diskontní míře). Systematické riziko vyplývající z celkového ekonomického vývoje a postihující všechny subjekty nelze ovlivnit, nesystematické riziko je závislé na konkrétním subjektu a lze jej ovlivnit např. vhodným pojištěním.

V konečném důsledku je faktor rizika a času promítnut do diskontní míry, resp. nákladů kapitálu.[9]

2.3.2.1 Diskontní míra a náklady kapitálu

Diskontní míra je nástroj, pomocí něhož se do hodnoty podniku promítá faktor času a rizika. V německé literatuře se používá pojem kalkulovaná úroková míra.

Diskontní míra má plnit funkci, která odhadne míru výnosnosti očekávanou investorem po akvizici budoucího peněžního toku s ohledem na riziko spojené s možností tento výnos získat. Očekávání by mělo být opřeno o reálnou možnost této výnosnosti dosáhnout při alternativní využití kapitálu. Keller a kol. (2010, p.33) uvádí, že „*Náklady na kapitál jsou cenou účtovanou investory za to, že nesou riziko, že budoucí toky společnosti se mohou lišit od toho, co očekávali, když investici uskutečnili.*“²Náklady na kapitál jsou tedy primárně dány náklady ušlé příležitosti, a nikoli přímými platbami investorů, jak uvádí Mařík (2011).

Pro potřeby této práce budou kalkulovány náklady vlastního kapitálu, jelikož podnik nevlastní žádný cizí úročený kapitál. Pro jejich výpočet bude využit „*Model oceňování kapitálových aktiv CAPM – SML beta verze*“ dle Dluhošové (2006, s. 111).

$$E(R_E) = R_F + \beta_E [E(R_M) - R_F], \quad (2.1)$$

² vlastní překlad

kde $E(R_E)$ je očekávaný výnos vlastního kapitálu, R_F je bezriziková sazba, $E(R_M)$ je očekávaný výnos tržního portfolia a β_E koeficient citlivost dodatečného výnosu vlastního kapitálu na dodatečný výnos tržního portfolia.

Beta koeficient bude vypočítán na základě analýzy soustav rizikových faktorů dle Maříka (2011, s. 325), který navrhuje „...*promítnout do tvorby systematického rizika jen omezený počet celkem jednoznačných faktorů.*“ Těmito faktory jsou: citlivost odvětví, vyjednávací pozice vůči dodavatelům a odběratelům, podíl fixních nákladů, míra zadlužení, velikost podniku a diverzifikace. Hodnotící škála je dle stupně rizika 0,5, 1 a 1,5. Dle počtu výskytů jednotlivých faktorů zařazených dle rizika se vypočte koeficient beta jako:

$$\beta = \text{součet stupně rizika} \div \text{součet počtu výskytů}. [10]$$

Výsledná hodnota by se měla pohybovat okolo hodnoty 1. Větší znamená nadprůměrné riziko, menší podprůměrné.

Očekávaný výnos tržního portfolia bude zjištěn na základě dividendových výnosností ve vybraných zemích dle Maříka (2011), přičemž bude navýšen a vypočtený růst reprezentovaný koeficientem g (viz kapitola 2.5.1.1. o pokračující hodnotě).

Náklady kapitálu se rozumí náklady podniku na získání jednotlivých složek podnikového kapitálu. Tyto náklady představují minimální požadovanou míru výnosnosti kapitálu. Tato výnosnost je pro každou složku kapitálu různá, neboť je chápána jak z pohledu vlastníka podniku, tak z pohledu investora. Náklady vlastního kapitálu jsou vyšší než náklady na cizí kapitál, protože v nákladech vlastního kapitálu je zahrnuto riziko pro vlastníka. Věřitel má zaručený pravidelný úrokový výnos na přesně určenou dobu, oproti tomu vlastník vkládá prostředky na dobu neurčitou a jeho výnos není předem zaručený. Z hlediska časového horizontu jsou náklady ovlivněny také faktorem času. To jakých nákladů bude podnik dosahovat, závisí na jeho kapitálové struktuře.

Základní teorií v oblasti vymezení kapitálové struktury je model autorů M. Millera a M. Modiglianiho, označovaný jako MM model (1958). Existují tři verze modelu, které se liší připuštěním zdanění či nikoli a akceptací nákladů finanční tísně. Zdanění poté ovlivní kapitálovou strukturu rozdílně u zadlužené či nezadlužené firmy. Optimální vývoj tvaru

„U“ křivky *vážených průměrných nákladů kapitálu WACC* odpovídá optimální míře zadlužení a tím minimálním nákladům na kapitál.[2]

2.4 Postup ocenění

Základní myšlenkou ocenění je důvod ocenění. Před zahájením samotného ocenění je nutné si ujasnit, proč se ocenění provádí a jaké hodnoty by měly být výsledkem ocenění. Toto rozhodnutí se poté stává podkladem pro výběr modelu a metody ocenění. Volba technik by rovněž měla být podřízena funkcím, které by oceňování mělo splnit.

Doporučený postup podle Maříka, (2011) je následující:

- zpracovat strategickou a finanční analýzu podniku, aby bylo možné posoudit jeho celkový stav, postavení na trhu, konkurenční sílu a zejména schopnost dlouhodobě přežít a tvořit hodnotu a
- na základě zjištěných analýz by měla být vhodně zvolena metoda ocenění.

Zpočátku ocenění jde především o komunikaci mezi zadavatelem a znalcem, musí se dohodnout termíny ocenění. Ocenění může být prováděno externími poradci či vlastními pracovníky podniku. Jestliže je ocenění prováděno vlastními pracovníky podniku, měla by po zadání následovat fáze teambuildingu, kdy znalec sestavuje potřebný tým pro řešení zadání. Tým by se měl skládat z expertů, ze zástupců top managementu podniku, který se oceňuje a rovněž z vedoucích pracovníků na střední úrovni.

Oceňovací proces se skládá z několika kroků, jejichž počet je závislý na typu oceňovaného majetku a na požadavcích zadavatele. Obecně by měly jednotlivé kroky ocenění reflektovat následující postup:

1. sběr vstupních dat a jejich verifikace,
2. vypracování strategické analýzy,
3. analýza zdraví podniku (finanční analýza, hodnocení na základě bonitních a bankrotních modelů),
4. sestavení finančního plánu,
5. výsledné ocenění hodnoty podniku na základě zvolených přístupů a metod.[7]

2.4.1 Sběr dat

Dostupnost dat, jejich relevantnost, důvěryhodnost a prokazatelnost jsou základem kvalitního ocenění. Proto je nezbytné mít k dispozici nejen informace z podniku, ale i z makroekonomického a mikroekonomického odvětví, kde je podnik zařazen. Tyto informace lze rozdělit do následujících skupin:

- *základní data o podniku*- název, právní forma, IČ, předmět podnikání, informace o historii podniku,
- *ekonomická data*- výroční zprávy, zprávy auditorů, účetní výkazy, podnikatelské plány,
- *relevantní trh*- je potřeba vymezit pro podnik relevantní trh, díky tomu pak následně odvodit jeho tržní postavení,
- *konkurenční struktura relevantního trhu*- informace o konkurenci, možné substituty výrobků vyráběných podnikem, případné bariéry vstupu do odvětví,
- *informace o výrobku a o jeho odbytu*- srovnání s konkurencí, ceny, cenová politika, reklama, výzkum a vývoj,
- *informace o postupech, výrobě a o dodavatelích*- řízení kvality, charakter výroby, úroveň technologie, kapacity a jejich využití, stav dlouhodobého majetku,
- *zaměstnanci*- struktura pracovníků, atmosféra na pracovišti, produktivita práce, personální náklady, postoje zaměstnanců k firmě.[8]

2.4.2 Strategická analýza

Základem pro formulování strategie podniku vedoucí k dosažení konkurenční výhody je nalezení souvislostí mezi podnikem a jeho okolím. Obecně je analýza jednou z nejdůležitějších součástí vědeckých metod předvídání a stanovení modelů. Analýza představuje rozložení určitého komplexu na jednotlivé součásti.

Strategická analýza by měla být provedena vždy, neboť je jednou z klíčových fází oceňovacího procesu. Její hlavní funkcí je určit celkový výnosový potenciál daného podniku. Strategická analýza plní úlohu transparentní a důvěryhodné základny výsledného ocenění. Je to klíčová fáze oceňovacího procesu, která zahrnuje mikroekonomickou a makroekonomickou analýzu podniku. Její hlavní funkcí je určit výnosový potenciál podniku.

Strategická analýza se dělí na analýzu vnějšího a vnitřního potenciálu, kterým podnik disponuje. Vnější potenciál se zabývá trhem neboli odvětvím, na kterém se podnik pohybuje a zkoumá příležitosti a ohrožení pro podnik z této strany. Vnitřní potenciál podniku je souhrn jeho hlavních silných a slabých stránek s důrazem na otázku, zda podnik má nějakou podstatnou konkurenční výhodu a jak se dokáže vypořádat s vnějším potenciálem.

Strategická analýza by měla určovat perspektivu podniku do budoucna, dále analyzovat vývoj trhu, konkurence a identifikovat pro podnik rizikové faktory. Výsledkem strategické analýzy je tzv. SWOT ANALÝZA (viz kap. 2.4.4).[7]

Postup zpracování strategické analýzy

Analýza relevantního trhu, neboli určení vnějšího potenciálu, je prvním krokem ve zpracování strategické analýzy. Následně se analyzuje konkurenční síla podniku, neboli určení vnitřního potenciálu. Nakonec se ze dvou předcházejících kroků prognózuje budoucí tržby.

1. Vymezení relevantního trhu

Pro vymezení relevantního trhu se musí shromáždit data a potřebné informace. Je důležité odhadnout velikost trhu a jeho vývoj v čase (alespoň 5 posledních let) a dále ho kvantitativně a kvalitativně vymežit. Data o relevantním trhu jsou velmi důležitá, neboť poskytují první informaci o vývojových tendencích.

Dále se hodnotí atraktivita trhu. Analýza atraktivity by měla přispět k lepšímu poznání šancí a rizik spojených s daným trhem a poskytnout podklady pro stanovení rizikové přírážky pro diskontní míru. Do analýzy dle Maříka (2007) je zahrnuto devět faktorů, jako jsou růst trhu a jeho velikost, konkurence, rentabilita tržeb, bariéry vstupu do odvětví, citlivost trhu na cyklický vývoj ekonomiky, struktura zákazníků, vlivy prostředí či možnost substitutů. Výsledkem pak bude výrok, zda se tento trh jeví i do budoucna perspektivní a zda atraktivita tohoto trhu zajišťuje určitý růst tržeb podniku. Hodnocení atraktivity trhu bude provedeno pomocí vícekriteriálního hodnocení výše uvedených faktorů na základě bodové škály od 0 do 6 a přiřazených vah. Přiřazená hodnota 0 znamená negativní vliv, 6 nejvíce pozitivní. Výsledná hodnota atraktivity trhu bude vyjádřena v procentech.

Na analýzu atraktivitu trhu navazuje prognóza vývoje trhu, jejíž určení je závislé na typu ocenění. Nejčastěji se v praxi používá ocenění tržní, které vyžaduje, aby prognóza vycházela z názorů zastávaných odbornou veřejností. Určení prognózy nejčastěji probíhá pomocí regresní a korelační analýzy, jejímž výsledkem je konkrétní číslo. Nutností je zvolit statickou závislost mezi určujícími faktory, např. HDP a tržby.[13]

2. Analýza konkurenční síly podniku

Je to analýza vnitřního potenciálu podniku. Vnitřní potenciál můžeme charakterizovat jako souhrn jeho hlavních silných a slabých stránek, který podnik činí konkurenceschopným. Analýza vnitřního potenciálu podniku a jeho konkurenční síly posuzuje, do jaké míry je podnik schopen využít šance plynoucí z rozvoje trhu a do jaké míry je účinně schopen čelit konkurenci a možným hrozbám. Nejprve je nutné určit, v které fázi životního cyklu podniku se firma nachází. Dále se určí hlavní faktory, které na podnik působí přímo či nepřímo. Nepřímé faktory působí podpůrně a nejsou identifikovatelné zvenčí. Přímé faktory, tzv. marketingový mix, jsou výsledkem přímého působení trhu na podnik. Jednotlivé složky přímých a nepřímých faktorů jsou uvedeny v příloze č. 1. Jejich dílčí hodnocení je dle Maříka (2007) a bude součástí přílohy č. 2.

Výsledkem je tzv. diagram konkurenční síly podniku, jenž je konstruován z výsledných hodnot dílčích kritérií přímých a nepřímých faktorů.[8]

3. Prognóza růstu tržeb

Cílem poslední fáze strategické analýzy je určení, o kolik tržby porostou v budoucím prostoru. Při prognózování růstu tržeb se vychází z analýzy časových řad tržeb za minulost nebo se pracuje s výsledky předchozích analýz (prognóza relevantního trhu, analýza konkurenční síly a potenciálů podniku).

Na základě vývoje relevantního trhu se odhadne vývoj celého trhu a následně pomocí tržního podílu firmy odhadneme vývoj tržeb společnosti. Prognóza vývoje trhu se stanoví pomocí aproximace diskrétních hodnot spojitou diferencovatelnou funkcí. Kdy z časové řady celkového objemu stavební produkce v letech se vytvoří hladká funkce a pomocí lineární extrapolace se vypočtou budoucí hodnoty.[4]

2.4.3 Finanční analýza

Provedení finanční analýzy je dalším důležitým krokem v ocenění podniku. Její úlohou je poskytnout informaci o finančním zdraví podniku, tj. v jakém stavu se nachází k okamžiku ocenění a co lze očekávat v budoucnosti. Výsledky analýzy jsou velice cenné pro rozhodování manažerů podniku, pro pracovníky úvěrových oddělení bank, znalce, odhadce a auditory.

Informační základnu finanční analýzy tvoří všechny možné a dostupné informace o konkrétním podniku. Vychází z informací výkazů účetnictví, prognóz finančních analytiků, firemních statistik či nefinančních zpráv vedoucích pracovníků. Souhrn těchto informací obvykle obsahuje účetní uzávěrka podniku, která se skládá ze tří částí, z rozvahy, výkazu zisků a ztrát a přílohy. V příloze se vysvětlují a doplňují informace obsažené v předešlých dvou výkazech. Pro zpracování finanční analýzy může sloužit i výroční zpráva, jejíž obsah podléhá ověření auditora, tj. s ohledem na správnost vykazovaných dat a shodu s účetní závěrkou.

Postup prací ve finanční analýze bývá následující. Nejprve se vybírají ukazatelé, které budou vypočteny, následně probíhá příprava dat, které musí mít dobrou vypovídací schopnost vůči vybraným ukazatelům. Druhým důležitým krokem finanční analýzy je srovnávání vypočtených hodnot s odvětvovými průměry neboli výpočet tzv. relativní pozice firmy. Třetím krokem je pak analýza časových trendů, tu provádíme pomocí horizontální a vertikální analýzy. Důležitou součástí je i analýza vztahů mezi ukazateli pomocí pyramidových rozkladů, díky kterým jsme schopni vyčíslit to, co nejvíce působí na jednotlivé ukazatele. Na závěr se vypracuje návrh na opatření ve finančním plánování a řízení. [11]

V následujícím textu budou popsány metody a způsoby aplikace finanční analýzy. Rovněž bude lehce nastíněna teoretická základna syntetických ukazatelů, které jsou používány jako podpůrná hodnocení finančního zdraví podniku. Použité definice a vzorce jsou převzaty z publikací Dluhošová (2006), Mrkvička (2005) a Sedláček (2007).

2.4.3.1 Metody finanční analýzy

Finanční analýza by měla komplexně posoudit úroveň finanční situace podniku. Toto není jednoduchý úkol, a proto existuje mnoho různých metod, jak provádět finanční analýzu. Každá z metod se zaměřuje na jinou stránku hodnocení. Proto při ocenění

podniku bude záležet na oceňovateli, kterou z metod zvolí. Pro vyšší vypovídající schopnost se obvykle používá kombinace několika metod. Používané metody lze rozdělit na dvě velké skupiny, a to na metody deterministické a metody matematicko-statistické.

Matematicko-statistické metody

Tyto metody vycházejí z údajů v delších časových řadách, které by bylo problematické analyzovat pomocí deterministických metod. Tato skupina metod slouží k posouzení determinantů vývoje a k určení kauzálních vazeb. Patří zde:

- regresivní analýza,
- diskriminační analýza,
- analýza rozptylu,
- testování statistických hypotéz.

Deterministické metody

Tyto metody se používají pro analýzu vývoje odchylek. Jsou vhodné pro menší počet sledovaných období. Patří zde analýza trendů (horizontální analýza), analýza odchylek (vertikální analýza) a poměrová analýza. Pro potřeby této práce bude provedena poměrová analýza. Její bližší specifika jsou uvedeny v následující kapitole. [2]

2.4.3.2 Poměrová analýza

Poměrové ukazatele slouží pro analýzu vzájemných vazeb a souvislostí mezi ukazateli, kdy jednotlivé absolutní hodnoty jsou dávány do vzájemných poměrů. Analýza účetních výkazů pomocí poměrových ukazatelů je všeobecně užívána a má univerzální použitelnost. Informace pro výpočet poměrových ukazatelů lze čerpat z výkazu zisku a ztrát, z rozvahy a z tržních dat. Poměrové ukazatele bývají v literatuře nejčastěji rozděleny do mnoha skupin ukazatelů. Pro potřeby této práce budou níže specifikovány následující skupiny ukazatelů. Ukazatele rentability, aktivity, zadluženosti, finanční stability a likvidity.

Ukazatele rentability

Ukazatele rentability poměřují konečný efekt dosažený podnikatelskou činností k určitému vstupu, a to buď k celkovým aktivům (majetku), kapitálu nebo k tržbám.

Poměřují zisk dosažený podnikáním s výší zdrojů firmy, jichž bylo použito k jeho dosažení. Mezi nejvýznamnější ukazatele rentability patří: rentabilita vlastního kapitálu, rentabilita celkových aktiv a rentabilita tržeb. Všechny ukazatele v dobře fungující a prosperující firmě by měly v čase dosahovat růstového trendu.

Ukazatel *ROA (Return on Assets)* poměřuje dosažený zisk před úroky a daněmi s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů pochází.

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva} = \frac{EAT + úroky (1-t)}{aktiva}, \quad (2.2)$$

kde *ROA* je rentabilita aktiv (Return on Assets), *EBIT* je zisk před zdaněním a nákladovými úroky, *EAT* je čistý zisk, *t* je sazba daně z příjmů.[2]

Ukazatel *ROE (Return on Equity)* vyjadřuje celkovou výnosnost vložených vlastních zdrojů a tedy i jejich zhodnocení v dosaženém čistém zisku. Výkyvy ukazatele mohou být zapříčiněny růstem či poklesem zisku či změnou vlastního kapitálu. Poklesne-li ukazatel v čase z důvodu zvýšení vlastního kapitálu kumulací nerozdělených zisků minulých let, poukazuje to na špatnou investiční politiku společnosti. Tento ukazatel lze rozdělit na dílčí ukazatele a vyčíslit tak jejich vliv na celkovou jeho hodnotu. Tomuto rozkladu se říká *Du Pontův systém analýzy* a pro potřeby této práce bude proveden.

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \quad (2.3)$$

kde *ROE* je rentabilita vlastního kapitálu (Return on Equity), *EAT* je čistý zisk, neboli zisk po zdanění, *VK* je vlastní kapitál firmy. [2]

Ukazatel *ROS (Return on Sales)* lze chápat jako doplňkový. Vyjadřuje, jak velký zisk připadá na 1,- Kč tržeb. Tento ukazatel se využívá pro potřeby vnitropodnikového řízení firmy a srovnávání v čase. Čím vyšší je jeho hodnota, tím lze považovat řízení firmy za bezchybné a management za kvalitní.

$$ROS = \frac{EBT}{tržby}, \quad (2.4)$$

kde *ROS* je rentabilita tržeb (Return on Sales), *EBT* je zisk před daní.

Ukazatelé zadluženosti

Ukazatelé zadluženosti vyjadřují zadluženost vlastního kapitálu k celkovému majetku podniku a základní proporce vlastního a cizího kapitálu. Zadluženost jako taková není negativní vlastností podniku, jelikož financování veškerých činností z vlastních zdrojů je drahé a neefektivní z hlediska využívání daňového štítu.

Ukazatel celkové zadluženosti neboli věřitelského rizika představuje podíl celkových dluhů k celkovým aktivům. Čím vyšší tento ukazatel je, tím je riziko pro věřitele vyšší. Zadluženost neovlivňuje jenom věřitelské riziko, ale taky výnosnost podniku. Ukazatelé zadluženosti by v čase měli mít klesající tendenci.

$$\text{Ukazatel celkové zadluženosti} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.5)$$

Doplňkovými ukazateli celkové zadluženosti jsou dlouhodobá a běžná zadluženost. Tyto ukazatele porovnávají jen určité části dluhu vůči celkovým aktivům.

$$\text{Dlouhodobá zadluženost} = \frac{\text{dlouhodobý cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}, \quad (2.6)$$

$$\text{Běžná zadluženost} = \frac{\text{krátkodobý cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.7)$$

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu (*Debt / Equity Ratio*) má obdobnou vypočítací schopnost jako předchozí ukazatelé. Míra zadluženosti podniku by se měla pohybovat kolem 80-120%. Výše zadluženosti vlastního kapitálu se odvíjí od postoje vlastníků k riziku. V čase by tento ukazatel měl mít spíše klesající tendenci.

$$\text{Zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.8)$$

Dalšími významnými ukazateli zadluženosti jsou *úrokové krytí* a *úrokové zatížení*. Vzhledem k tomu, že podnik nevyužívá ve sledovaném období žádný úročený cizí kapitál, nebudou tyto ukazatele vzhledem k rozsahu této práce popsány. [11]

Ukazatelé finanční stability

Finanční stabilita je charakterizována strukturou zdrojů financování, dá se hodnotit na základě analýzy vztahu aktiv a zdrojů jejich krytí.

Ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech (*Equity Ratio*) je založen na porovnávání údajů z bilance a umožňující hodnotit různé stránky finanční stability. Charakterizuje dlouhodobou finanční stabilitu a udává, do jaké míry je podnik schopen krýt své prostředky vlastními zdroji a jak vysoká je jeho finanční samostatnost. Zvyšování znamená upevňování finanční stability, avšak neúměrně vysoká hodnota tohoto ukazatele může vést k poklesu výnosnosti vložených prostředků.

$$Equity Ratio = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva}}, \quad (2.9)$$

Ukazatel finanční páky neboli majetkový koeficient (*Equity Multiplier*) hodnotí optimální poměr krytí aktiv podniku vlastními zdroji. Trend vývoje by měl být dlouhodobě stabilní. Jestliže podnik kryje své potřeby především z vlastních zdrojů, je to nejdražší způsob financování, což může vést k nepružným reakcím na finanční potřeby podniku.[2]

$$Majetkový koeficient = \frac{\text{aktiva}}{\text{vlastní kapitál}}, \quad (2.10)$$

Ukazatelé likvidity

Při hodnocení výkonnosti podniku je likvidita nedílnou složkou hodnocení. Likvidita vypovídá o schopnosti podniku dostát svým závazkům. Podnik nemůže být jen rentabilní, ale současně musí disponovat likvidními aktivy, aby byl schopen v daný čas a v daném rozsahu dostát svým závazkům.

Likvidita podniku závisí na tom, jak rychle je podnik schopen inkasovat své pohledávky, zda je v případě potřeby schopen prodat své zásoby apod.

Likvidnost označuje míru obtížnosti transformovat majetek do peněžní formy a fakt, jak rychle je možné realizovat jejich přeměnu v peníze. Likvidnost je tím větší, čím kratší je doba přeměny majetku na finanční prostředky a čím menší je finanční ztráta, kterou podnik utrpí. Oběžná aktiva jako např. zásoby jsou obvykle likvidnější než dlouhodobý majetek.

S pojmem likvidita souvisí pojem solventnost, což je bezprostřední platební schopnost podniku, schopnost hradit v určeném termínu, v daném objemu, v požadované podobě a na požadovaném místě všechny své splatné závazky.

Ukazatel celkové likvidity (*Current Ratio*) je třeba používat obezřetně, neboť jsou v něm zahrnuty i zásoby, jež mohou tvořit podstatnou část oběžných aktiv, avšak nemusejí být příliš likvidní. Výše tohoto ukazatele by se měla pohybovat v horizontu od 1,5 do 2,5.

$$CR = \frac{OA}{kr.závazky}, \quad (2.11)$$

kde CL je celková zadluženost (*Current Ratio*), OA jsou oběžná aktiva.

Ukazatel pohotové (provozní) likvidity (*Quick Ratio*) dokáže přesněji vyjádřit schopnost oběžné majetku krýt své závazky, neboť neobsahuje položku zásoby. Zůstává zde však zahrnuta aktivní položka pohledávek a je pak důležité komentovat, nakolik jsou tyto pohledávky kvalitní a likvidní. Vhodné je upravit čítec o nedobytné pohledávky nebo o pohledávky, jejichž návratnost je pochybná. Doporučená hodnota by se měla pohybovat od 1,0 do 1,5.

$$QR = \frac{OA - zásoby}{kr.závazky}, \quad (2.12)$$

kde QR je pohotová likvidita (*Quick Ratio*).

Okamžitá likvidita (*Cash R*) je nejpřesnějším ukazatelem, neboť vyjadřuje schopnost uhradit krátkodobé závazky právě k danému okamžiku. Uspokojivý interval okamžité likvidity je od 0,2 do 0,5.

$$CR = \frac{pohotov\acute{e}\ platebn\acute{i}\ prost\ ředky}{kr.závazky}. \quad (2.13)$$

kde CR je okamžitá likvidita (*Cash Ratio*). [12]

Ukazatelé aktivity

Ukazatele aktivity informují, jak podnik využívá jednotlivé majetkové části a o vázanosti kapitálů v majetku. Objevují se zde ukazatele dvojího typu, a sice ukazatele typu

doba obratu (dny) nebo obratovosti (počet obrátek). Konstrukce ukazatelů pracuje s jednotlivými majetkovými částmi, které jsou poměřovány buď k tržbám, někdy k výnosům, eventuálně k jiným rozvrhovým skupinám.

Rychlost obratu, která vyjadřuje počet obrátek, tedy kolikrát se určitá položka či skupina položek obrátí, resp. přemění do jiné položky za určité období.

Doba obratu, která vyjadřuje délku období, které je nutné k uskutečnění jednoho obratu, vyjádřenou časové měrné jednotce.

Ukazatel celkové obrátky aktiv měří intenzitu využití celkového majetku. Čím vyšší hodnotu má, tím efektivněji podnik využívá svůj majetek. Jeho použití je zejména v mezipodnikovém porovnávání,

$$\text{Obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}}, \quad (2.14)$$

Doba obratu aktiv vyjadřuje, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Čím kratší doba obratu, tím pozitivnější pro podnik. Výsledná hodnota rovněž závisí na objemu fixních aktiv. Čím větší je jejich podíl na celkových aktivech, tím je hodnota ukazatele vyšší.

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{aktiva} \times 360}{\text{tržby}}, \quad (2.15)$$

Ukazatel doba obratu zásob charakterizuje, jak je podnik řízen z provozního hlediska. Výše zásob musí být technicky a ekonomicky zdůvodněna a proto je třeba jí udržovat ve zdůvodněném objemu. Ukazatel lze upřesnit použitím jednotlivých složek položky zásoby, a to především v závislosti na charakteru podniku.

$$\text{Doba obratu zásob} = \frac{\text{zásoby} \cdot 360}{\text{tržby}}, \quad (2.16)$$

Ukazatel vypovídá o strategii řízení pohledávek a udává, za jak dlouho jsou průměrně placeny faktury. Je důležité sledovat strukturu pohledávek a dle toho interpretovat výsledky. Pokud ukazatel trvale překračuje doby splatnosti, je nutné prozkoumat kázeň odběratelů. Z hlediska plánování finančních toků je žádoucí tento

ukazatel sledovat a pravidelně vyhodnocovat. V čase by tento ukazatel měl klesat, resp. udržovat stabilní úroveň hladiny splatnosti faktur.

$$Doba\ obratu\ pohledávek = \frac{pohledávky \cdot 360}{tržby}, \quad (2.17)$$

Ukazatel doba obratu závazků ukazuje počet dní, na které obchodní partneři poskytli obchodní úvěr. Pomocí tohoto ukazatele je možno hodnotit platební schopnost a solventnost podniků vůči dodavatelům. [2]

$$Doba\ obratu\ závazků = \frac{závazky \cdot 360}{tržby}, \quad (2.18)$$

2.4.3.3 Analýza soustav ukazatelů

Vývoj jednotlivých ukazatelů poměrové analýzy může být ovlivněn celou řadou dílčích faktorů souvisejících s efektivitou hospodářského procesu podniku. Pro hlubší rozbor se používá analýza odchylek, které se provádí pomocí pyramidových rozkladů vrcholových ukazatelů. Vychází se z toho, že rozbor hlavního ukazatele lze vyjádřit matematickou rovnicí a celá pyramida pak představuje soustavu rovnic. Jak již bylo zmíněno výše, jedná se o tzv. Du Pontův rozklad.

„Základní myšlenkou pyramidové soustavy je postupný rozklad vrcholového ukazatele na dílčí ukazatele, který slouží k identifikaci a ke kvantifikaci vlivu dílčích činitelů na vrcholový ukazatel. Metodika pyramidového rozkladu umožňuje odhalit vzájemné existující vazby a vztahy mezi jednotlivými ukazateli.“ jak uvádí Dluhošová (2006, s. 88). Cílem je vyčíslit, jak velký vliv mají dílčí ukazatele na vrcholový ukazatel. Správnost provedení rozkladu závisí na matematicky korektním rozkladu jednotlivých částí pyramidy.

Významnými ukazateli výkonnosti podniku jsou ukazatele rentability, zejména pak ROE. Výkonnost podniku je ovlivněna jeho zadlužeností, likviditou či aktivitou. Ukazatel ROE může být rozložen následovně:

$$ROE = \frac{EAT}{E} = \frac{EAT}{EBT} \cdot \frac{EBT}{EBIT} \cdot \frac{EBIT}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{E}, \quad (2.19)$$

kde $\frac{EAT}{EBT}$ představuje daňovou redukcí, $\frac{EBT}{EBIT}$ je úroková redukce, $\frac{EBIT}{T}$ provozní rentabilitu, $\frac{T}{A}$ obrát aktiv, $\frac{A}{E}$ finanční páka neboli majetkový koeficient.

Vymezení jednotlivých vlivů na vrcholový ukazatel se provádí pomocí metody postupných změn pro multiplikativní vazbu.

V případě součinu tří dílčích ukazatelů, $x = a_1 \times a_2 \times a_3$, jsou vlivy vyčísleny následovně:

$$\begin{aligned}\Delta x_{a_1} &= \Delta a_1 \cdot a_{2,0} \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}, \\ \Delta x_{a_2} &= a_{1,1} \cdot \Delta a_2 \cdot a_{3,0} \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}, \\ \Delta x_{a_3} &= a_{1,1} \cdot a_{2,1} \cdot \Delta a_3 \cdot \frac{\Delta y_x}{\Delta x}.\end{aligned}\tag{2.20}$$

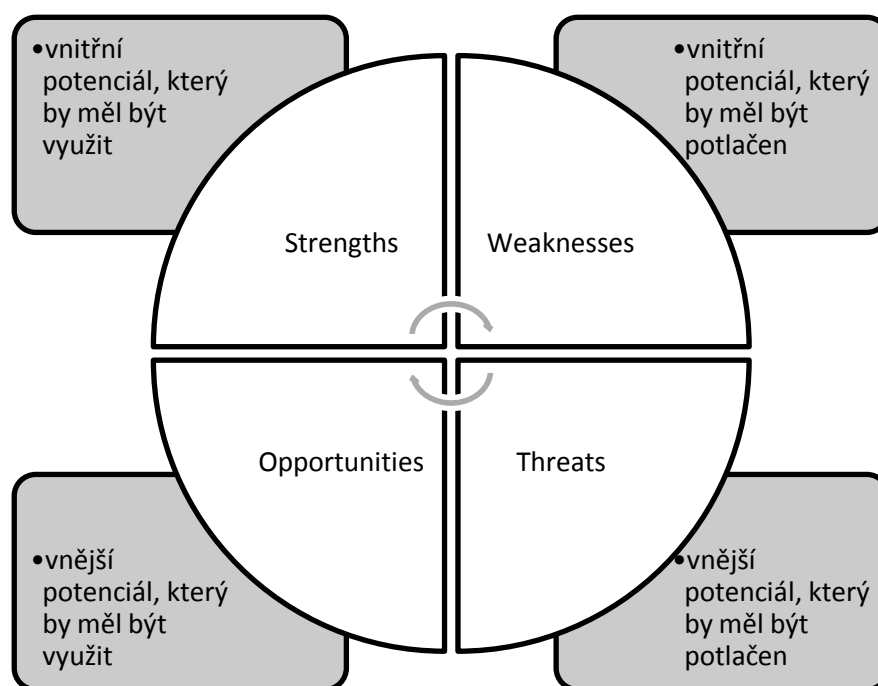
2.4.4 Swot analýza

Swot analýza je komplexní metodou subjektivního kvalitativního ohodnocení veškerých relevantních stránek fungování firmy a její současné pozice. Název této analýzy vznikl z počátečních písmen jednotlivých faktorů ovlivňujících pozici a chování firmy v prostředí trhu, v němž působí. *Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats* jsou anglickými ekvivalenty základních charakteristik činitelů vnitřního a vnějšího prostředí firmy.

Jádro metody spočívá v klasifikaci a ohodnocení jednotlivých faktorů, které jsou rozděleny do 4 základních skupin (tj. faktory vyjadřující SILNÉ nebo SLABÉ vnitřní stránky organizace a faktory vyjadřující PŘÍLEŽITOSTI a OHROŽENÍ jako vlastnosti vnějšího prostředí). Analýzou vzájemné interakce jednotlivých faktorů silných a slabých stránek vůči příležitostem a ohrožením lze získat nové kvalitativní informace. [13]

Níže uvedený Obr. 2.1 demonstuje vzájemné působení potenciálů.

Obr. 2. 1 Vzájemné působení vlivů SWOT analýzy



Zdroj: vlastní vypracování.

2.4.5 Sestavení finančního plánu

Plánování je rozhodovací proces, jenž tkví v navrhování, hodnocení a výběru cílů i odpovídajících cest k jejich dosažení. Je to prioritní funkce řízení podniku. Vytvoření finančního plánu do budoucna je východiskem pro většinu oceňovacích metod, zejména pak pro ocenění výnosovými metodami. Finanční plán musí být sestaven z pohledu hodnoty, které chceme dosáhnout (tržní, subjektivní, objektivizovaná aj.). Finanční plán může být prognózován jako krátkodobý nebo dlouhodobý. Krátkodobé plánování je charakteristické prováděnou dobou do jednoho roku. Dlouhodobé plánování se týká delšího časového horizontu, obvykle následujících tří až pěti let.

Dle kladeného cíle této práce bude prováděno plánování dlouhodobé. Východiskem tvorby dlouhodobého plánu je finanční analýza podniku a okolí. Základem konečného plánu jsou dílčí plány (plán tržeb, plán provozní ziskové marže, plán investic či plán pracovního kapitálu aj.).[7]

V závěru konečného plánování je potřeba celý systém plánu výkazů vybilancovat, protože jednotlivé fáze se mezi sebou prolínají a navzájem ovlivňují.

Plán tržeb a plán prodeje

Nejdůležitějším faktorem ovlivňujícím finanční potřeby a současně i vymezujícím rozhodující provozní příjmy je objem tržeb jako generátorů hodnoty. Plán tržeb vychází z prognózy tržních podmínek (ze strategické analýzy) a z plánu prodeje. Předmětem prognózy trhu je celkový tržní objem na cílových trzích a tržní podíl, o který by firma mohla na nich usilovat s ohledem na konkurenci. Tržní objem bývá vyjádřen v hmotných nebo peněžních jednotkách, tržní podíl v procentech. Plán prodeje vyjadřuje obchodní cíle, které si na podkladě prognózy vytyčila firma a na které navazuje obchodní strategie: stabilita, expanze, útlum. Na plán prodeje navazuje plán tržeb v úrovni kupní síly peněz ve výchozím roce. Plánované tržby jsou vstupem pro finanční plán.

Plán provozní ziskové marže PZM (provozní ziskové rozpětí)

Tato marže je definována jako poměr, který určuje dosavadní vývoj mezi ziskem a dosaženými výkony – tržby.

$$\text{Provozní zisková marže} = \frac{KPVH \text{ před daněmi}}{\text{Tržby}}, \quad (2.21)$$

kde *KPVH* je provozní korigovaný výsledek hospodaření.

V anglické literatuře je pojem *KPVH* vymezen jako NOPBT (net operating profit before taxes). Jak uvádí Mařík (2011, s. 127) „... z praktických důvodů se navíc přiklání k použití korigovaného provozního výsledku hospodaření před odpočtem odpisů, protože odpisy je vhodné analyzovat a prognózovat spíše až v souvislosti s jedním z generátorů hodnoty, tj. investicemi do dlouhodobého majetku.“

Plán pracovního kapitálu

Cílem tohoto plánu je zjistit náročnost výkonů na jednotlivé složky pracovního kapitálu, jimiž jsou oběžná aktiva a závazky. Od oběžných aktiv se neodečítají krátkodobé složky cizího kapitálu, nýbrž neúročený cizí kapitál. Výpočet je dle Maříka (2011) je následující:

$$\begin{aligned} & \text{Krátkodobý finanční majetek} \\ & + \text{zásoby} \\ & + \text{pohledávky} \\ & - \text{neúročené závazky} \\ & + \text{ostatní aktiva časového rozlišení} \\ & + \text{ostatní pasiva časového rozlišení} \\ & = \text{Pracovní kapitál} \end{aligned} \quad (2.22)$$

2.4.6 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Pokud to lze, měla by být aktiva podniku rozčleněna podle toho, jestli jsou k provozu nutná či nikoli. Zároveň by měly být ve výkazu zisku a ztrát vyřazeny výnosy a náklady, které souvisí s určeným nepotřebným majetkem, tedy, pro účely oceňování se používá upraveného výsledku hospodaření. Jak uvádí Mařík (2011, s. 118) „*pro základní podnikatelské zaměření potřebuje podnik majetek v určité velikosti a struktuře včetně kapacitních rezerv (v průmyslu je to cca 20% z celkových kapacit)*“.

Důvodu, pro toto rozčlenění majetku je několik. Mezi nepotřebný majetek lze zařadit třeba nevyužité pozemky či peněžní prostředky ve větším než provozně nutném množství. Rovněž by se měla vyčlenit aktiva, která nepřinášejí a ani se nepodílí na generování zisku. Taková aktiva nejčastěji nesouvisí s provozem, ale jejich vlastník by je mohl v budoucnu prodat či pronajmout. Mezi generátory hodnoty se nejčastěji řadí několika základních podnikohospodářských veličin, které svým souhrnem určují hodnotu podniku. Jsou jimi např. tržby, marže provozního zisku, investice do pracovního kapitálu či do provozně nutného majetku.

Ocenění takto rozděleného majetku by se mělo provádět odlišnými metodami. Do konečné sumy se tak promítnou obě složky, které by v případě jejich nerozdělení mohly zkreslovat konečný výsledek ocenění.

Korigovaný výsledek hospodaření

Pokud je v rámci ocenění provedeno výše popsané rozdělení majetku, je žádoucí zjistit, zda jsou s nimi spojeny nějaké náklady či výnosy vykazovány v rámci VZZ. Pokud ano, je třeba tyto položky z výsledku hospodaření vyloučit. Pro ulehčení práce postačí pracovat s provozním výsledkem hospodaření, protože ten nám bude generovat provozně nutný investovaný kapitál a s ním spjaté náklady a výnosy. *„Takto upravený výsledek hospodaření budeme označovat jako korigovaný provozní výsledek hospodaření.“* viz Mařík (2011, s. 123).

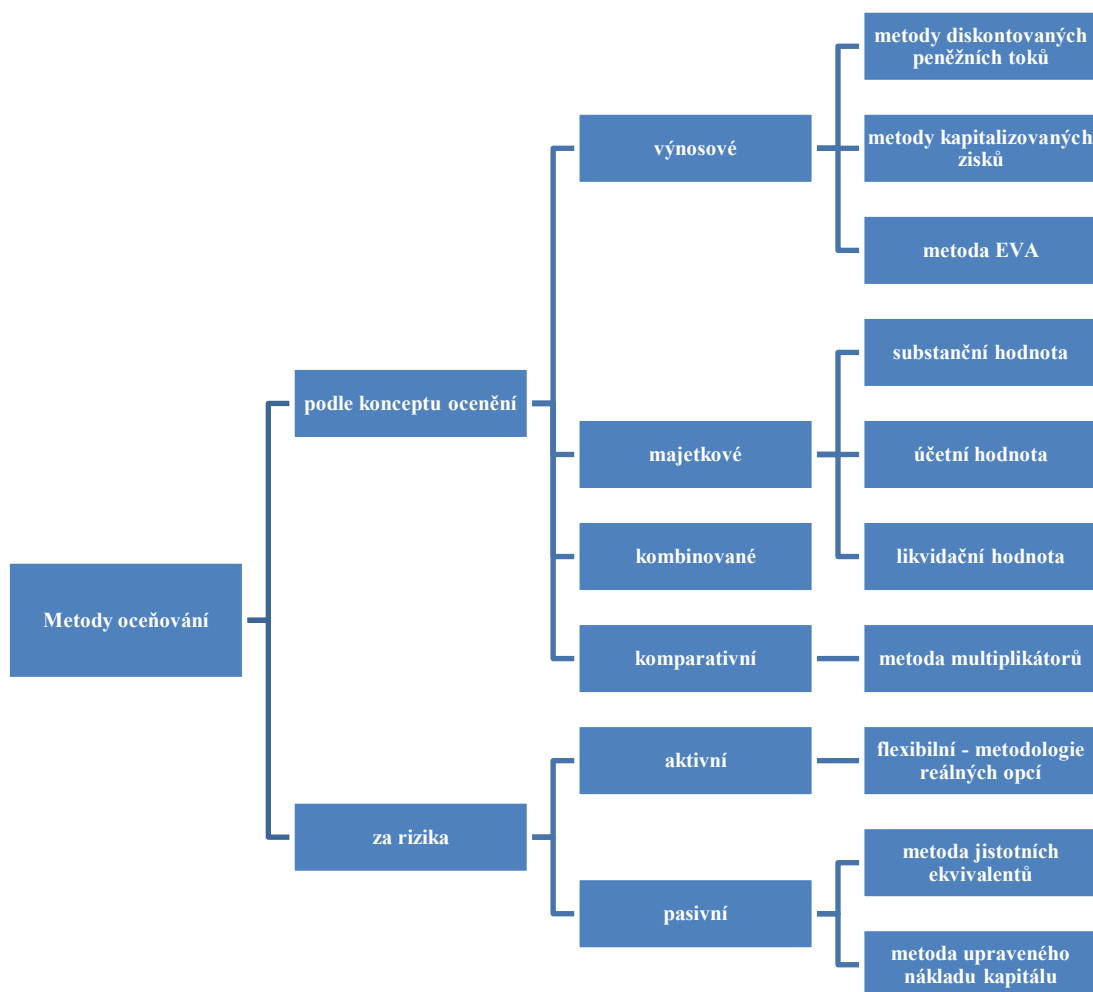
2.5 Metody ocenění

V současnosti je v literatuře uváděno několik metod, které přistupují k ocenění z různých hledisek. Pro účely ocenění je velmi důležitá správná volba metody, neboť ona determinuje to, zda bude splněn cíl oceňování. Odhadce volí metodu ve vazbě na již zmíněný cíl ocenění a zpravidla zohledňuje i charakter aktiv, kterými podnik disponuje. Metody oceňování podniků lze členit dle konceptu ocenění a dle zohlednění rizika.

Jak tvrdí Damodaran (2006, p. 24) „*Analytici používají široké spektrum modelů, od jednoduchých až po sofistikované. Tyto modely mají velmi často rozdílné přístupy k základním ukazatelům, které určují hodnotu. Ale i ony mají některé společné vlastnosti a mohou být řazeny do širších souvislostí.*“ Dle konceptu ocenění se metody člení na výnosové, majetkové, kombinované a komparativní. Výnosové metody spočívají ve stanovení hodnoty kapitálu podniku jako současné hodnoty budoucích peněžních toků. U majetkových metod je typické, že hodnota kapitálu je odvozena z reprodukční ceny aktiv podniku. Podstatou komparativních metod oceňování je porovnání vybraných hodnot s obdobnými podniky se srovnatelnými vlastnostmi. Kombinované metody jsou pak takové, jejichž výsledné hodnoty kapitálu jsou vypočítány jako vážený průměr metod výnosových, majetkových a popř. i komparativních. [3]

Vzhledem k omezenému rozsahu práce budou v následujícím textu popsány jen vybrané metody ocenění, které reflektují účel ocenění a které budou používány ke konečnému stanovení hodnoty společnosti Prodez, a.s. Jednotlivé členění metod ocenění dle základních kategorií je podle Dluhošové (2006, s. 148) demonstrováno viz Obr. 2.2.

Obr. 2. 2 Klasifikace metod oceňování



Zdroj: Dluhošová (2006, 148 str.)

2.5.1 Výnosové metody

Tato skupina metod oceňování podniku předpokládá, že hodnota statků je dána očekávaným užitekem plynoucím pro jeho držitele. V podniku se jedná zejména o budoucí ekonomické efekty jako je např. zisk či dividendy nebo finanční toky. Do výnosových metod se řadí tři základní metody, a to metoda diskontovaných peněžních toků (DCF), metoda kapitalizovaných zisků a metoda EVA.

Metody diskontovaných peněžních toků a metoda EVA budou podrobněji rozebrány níže, jelikož budou využívány k ocenění podniku. [1]

Metoda diskontovaných peněžních toků DCF - entity

Metoda diskontovaného peněžního toku (DCF – discounted cash flow) je z pohledu teorie základní výnosovou metodou a vyskytuje se v několika variantách. Její princip je založen na reálném vyjádření užitku z drženého statku pomocí reálných příjmů z něj plynoucích.

Pro ocenění podniku Prodez, a.s. byla vybrána metoda DCF-Entity. Teoretickým vymezením zbývajících hodnot se tato práce nebude zabývat.

Touto metodou je oceňován celkový kapitál (aktiva) firmy. K výpočtu je zde použit volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele $FCFF$, který je diskontován průměrným nákladem celkového kapitálu $WACC$. Výpočet hodnoty podniku VA jako perpetuity má tvar:

$$V_A = \frac{FCFF}{WACC}, \quad (2.23)$$

kde V_A je hodnota firmy, $FCFF$ jsou peněžní toky do firmy (*free cash flow to firm*), $WACC$ jsou celkové náklady kapitálu.

Peněžní toky plynoucí vlastníkům a věřitelům $FCFF$ jsou vypočítány dle vztahu:

$$FCFF_t = EAT_t + ODP_t - \Delta\check{C}PK_t - INV_t + \dot{U}_t(1 - Sd), \quad (2.24)$$

kde EAT je čistý zisk, ODP jsou odpisy, $\check{C}PK$ jsou výdaje na přírůstek čistého pracovního kapitálu, INV jsou investice, $\dot{U}(1 - Sd)$ jsou úroky po zdanění. [2]

Pro potřeby této práce bude vyčíslen pouze náklad na vlastní kapitál N_{VK} tak, jak je uvedeno v kapitole 2.3.2.1 Diskontní míra a náklady kapitálu.

Metody DCF lze konstruovat také fázově. Podle toho, kolik fází se určuje při oceňování podniku, se metody oceňování člení na jednofázové, dvoufázové či obecně vícefázové. Pro ocenění podniku Prodez, a.s. bude použita dvoufázová metoda.

Dvoufázová metoda

V případě této metody je peněžní tok plynoucí z podniku rozdělen do dvou časových období. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. První fáze má zpravidla 3 až 6 let a druhá fáze představuje zbývající roky existence podniku až do nekonečna. Tato hodnota je označována jako pokračující hodnota. Hodnota podniku dle dvoufázové metody se vypočte jako:

$$V = V_1 + V_2, \quad (2.25)$$

kde V_1 je hodnota firmy v první fázi a V_2 je hodnota firmy ve druhé fázi.

Hodnota podniku v první fázi se obecně určí následujícím způsobem:

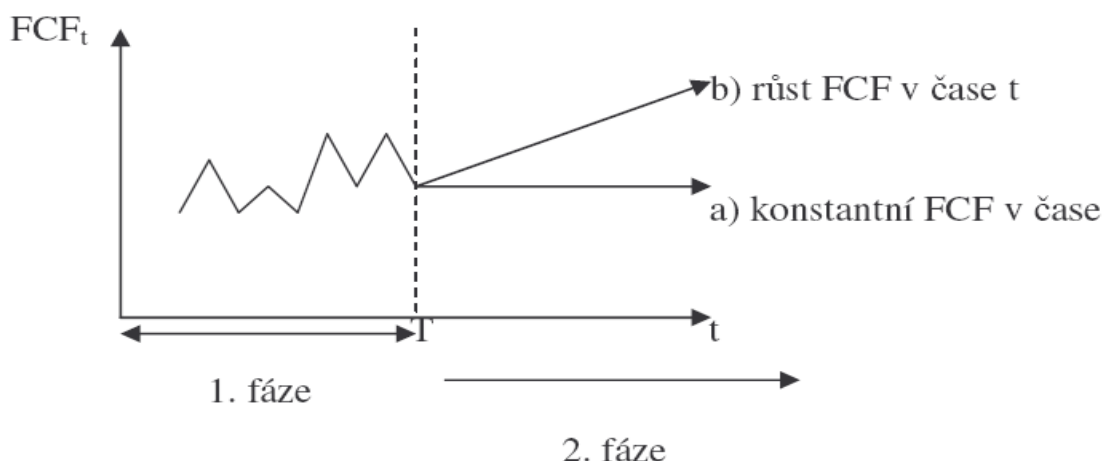
$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + N_{VK})^{-t}, \quad (2.26)$$

kde T je délka první fáze, R_t jsou náklady kapitálu v první fázi, FCF jsou peněžní toky v první fázi.

Hodnota podniku ve druhé fázi se určí pomocí tzv. pokračující hodnoty PH (PH je hodnota podniku k počátku 2. fáze). [2]

Existují dva typy pokračující hodnoty, PH s růstem budoucích peněžních toků v čase nebo s konstantními peněžními toky v čase. Ukázka vývoje jednotlivých hodnot dle Dluhošové (2006, s. 156) je uvedena v následujícím Obr. 2.3.

Obr. 2. 3 Vývoj FCF ve druhé fázi



Zdroj: Dluhošová (2006, str. 156)

Za předpokladů konstantních finančních toků v budoucnosti, tedy ve druhé fázi je pokračující hodnota určena takto:

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{i_k}, \quad (2.27)$$

kde FCF_{T+1} jsou peněžní toky ve druhé fázi a n_{kv} jsou náklady kapitálu ve druhé fázi.

Nejčastější technikou propočtu pokračující hodnoty je v českých podmínkách tzv. Gordonův model. Při předpokladu konstantního růstu je výpočet dán následovně:

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{n_{VK} - g} = \frac{FCF_T \cdot (1+g)}{n_{VK} - g}, \quad (2.28)$$

kde g je tempo růstu peněžních toků, které je stanoveno na základě parametrického modelu. [10]

Ten využívá rentability čistých investic, rentability provozně nutného investovaného kapitálu a míru investic, které jsou stanoveny následovně:

$$r_i \frac{\Delta KPVH}{I_n}, \quad (2.28.1)$$

kde I_n jsou čisté investice vypočtené jako ΔNOA , $KPVH$ je změna korigovaného provozního výsledku hospodaření,

$$m_i = \frac{I_n}{KPVH}. \quad (2.28.2)$$

Tempo růstu je pak vypočteno jako:

$$g = m_i \cdot r_i. \quad (2.28.3)$$

Z dlouhodobého hlediska by se rentabilita čistých investic a rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu měly rovnat. Na základě této rovnosti se FCF_{T+1} pro pokračující hodnotu vypočtou jako:

$$PH(FCFF_{T+1}) = KPVH_T - KPVH_{T-1} \cdot g \cdot \frac{r_K}{r_i}, \quad (2.29)$$

kde druhý člen rovnice představuje čisté investice. *Rentabilita provozně nutného investovaného kapitálu* se vypočte jako:

$$r_K = \frac{KPVH}{K}, \quad (2.29.1)$$

kde K je provozně nutný investovaný kapitál

Celková hodnota firmy je pak vyjádřena:

$$V = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + N_{VK1})^{-t} + PH \cdot (1 + N_{VK1})^{-T}. [10] \quad (2.29.2)$$

Metoda EVA - entity

Základním principem u této metody je využití ukazatele ekonomické přidané hodnoty EVA (*Economic Value Added*). Předpokladem je, že firma netvoří jen účetní zisk, ale i ekonomický zisk. Jak říká Mařík (2007, s. 283) „*Ekonomického zisku v tomto pojetí přitom podnik dosahuje tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale i náklady kapitálu, a to na rozdíl od účetního zisku včetně nákladů na vlastní kapitál. Zjednodušeně řečeno, pokud tedy podnik vykazuje kladný účetní zisk (ten je již snížen o placené úroky jako náklady na cizí kapitál), vykazuje též ekonomický zisk v případě, že je tento účetní zisk větší než náklady na vložený vlastní kapitál. Jinými slovy, pokud podnik sice dosahuje kladného účetního zisku. Ale tento zisk není natolik vysoký, aby kompenzoval všechna rizika vlastníků, pak vlastníci nedosahují ekonomického zisku, ale naopak ztráty.*”

Ukazatel EVA je chápán jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu.

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \times WACC, \quad (2.30)$$

kde $NOPAT$ je provozní zisk po zdanění, NOA_{t-1} je hodnota vázaná v aktivech nutná pro dosažení operačního zisku. Jednotlivé propočty NOA a MVA (*Market Value Added*) jsou uvedeny níže. [8]

$$NOA = \text{Aktiva} - \text{neoprovozní aktiva} - \text{neúročený cizí kapitál}. \quad (2.30.1)$$

$$MVA = \frac{EVA}{N_{VK}}. \quad (2.30.2)$$

MVA je tržně přidaná hodnota a pro výsledné ocenění se rovná součtu současných budoucích hodnot první a druhé fáze.

Hodnota podniku určená pomocí metody EVA entity v případě dvoufázové metody má následující propočet:

$$V_{EVA \text{ entity}} = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \frac{EVA_t}{(1+N_{vk})^t} + \left(\frac{EVA_{T+1}}{N_{VK} \times (1+N_{VK})^T} \right) - D_0 + A_0, \quad (2.31)$$

kde: změna NOA_0 čistá operační aktiva k datu ocenění, D_0 hodnota úročených dluhů k datu ocenění, A_0 ostatní, tj. neoperativní aktiva k datu ocenění.[8]

Pro potřeby této práce je místo nákladů $WACC$ použito nákladu vlastního kapitálu N_{VK} , a pokračující hodnota je rovněž doplněna na Gordonův koeficient g následovně:

$$PH = \frac{EVA_{T+1}}{n_{kv} - g} = \frac{EVA_T \times (1+g)}{n_{kv} - g}, \quad (2.31.1).$$

3 Představení společnosti Prodez, a.s.

Akciová společnost PRODEZ, a.s. vstoupila na českých stavební trh koncem roku 1994. Jejími zakladateli byly čtyři fyzické osoby. V současné době jsou vlastníky dvě fyzické osoby. Navázala na projekční a inženýrskou činnost konsorcia PRODEZ, které vzniklo v roce 1991. Struktura prací se zaměřením na chemický průmysl se váže na místo podnikání, čímž je Valašské Meziříčí. Během své existence si firma vybudovala pevnou pozici ve stavebním odvětví zaměřeném na stavby pro chemický průmysl. Svou působnost rozšířila i za hranice. Jako subdodavatel se podílí na několika státních zakázkách. Společnost se dynamicky vyvíjí, sleduje nové trendy, respektuje směrnice EU.

Obr. 3.1 Sídlo PRODEZ, a.s.



Základní údaje společnosti

Sídlo: Masarykova 810, Valašské Meziříčí 757 01

Identifikační číslo: 60792019

Předmět činnosti: - inženýrská činnost

- projektová činnost ve výstavbě
- obchodní činnost
- provádění staveb včetně jejich změn
- projektování elektrických zařízení

Právní forma: akciová společnost

Akcie: 4500 ks akcií na jméno ve jmenovité hodnotě 1000,- Kč

Akcionáři:	Ing. Vladimír Koubek	2 250 akcií (podíl 50%)
	Lenka Holišová	2 250 akcií (podíl 50%)

Představenstvo:	Ing. Vladimír Koubek, předseda
	Lenka Holišová, člen
	Ing. Pavel Markusík, člen

Dozorčí rada:	Lenka Koubková, předseda
	Ing. Marie Krůpová, člen
	Marek Holiš, člen

Vedení společnosti: Společnost PRODEZ, a.s. měla ve svých počátcích 4 zakladatele. Postupně docházelo k jejich odchodům. Ve vedení společnosti od počátku stojí Ing. Vladimír Koubek, který jako jediný ze zakladatelů ve své činnosti setrval a k dnešnímu dni vlastní 50% podíl společnosti. Další 50% podíl společnosti je v rukou Lenky Holišové.

Zaměstnanci: Ve svých začátcích měla společnost okolo 50 zaměstnanců. Od roku 2000 se počet zaměstnanců pohybuje okolo 30-ti. Ke dni ocenění 31.12. 2011 podnik PRODEZ, a.s. zaměstnává 24 pracovníků, z toho 6 žen.

Popis činností Projekce

Zahrnuje projekční činnost v oblasti měření a regulace, stavební, elektro-silnoproud, strojní a stavební.

Oddělení *měření a regulace* vytváří technologické vazby v rámci návrhu technologie, vybírá a specifikuje přístroje polní instrumentace s ohledem na technologická

specifika, provádí a připojuje přístroje s respektováním stanovených vnějších vlivů (nevýbušnost, jiskrová bezpečnost), určuje kapacitní nároky na řídicí systém či navrhuje konfigurace a vlastní specifikace řídicího systému, včetně SW - řeší se individuálně dle požadavků a potřeb investora.

Oddělení *stavební* řeší projekci průmyslových staveb (výrobní a skladovací objekty, administrativní a sociální zařízení), občanské stavby (obchod, služby, bydlení), inženýrské stavby (komunikace, parkoviště, liniové stavby) či speciální stavby (ocelové konstrukce technologických zařízení, potrubní mosty).

Oddělení *elektro-silnoproud* zajišťuje komplexní projekční služby v oblastech filozofie napájení (kapacita a stupeň dodávky elektrické energie), motorová elektroinstalace, instalace umělého osvětlení podle ČSN EN 12464-1, územní ochrana před bleskem podle ČSN EN 62305 či výběr přístrojů a provedení instalace s ohledem na určení vnějších vlivů dle ČSN 332000-3 a prostorů s nebezpečím výbuchu hořlavých plynů a par a hořlavých prachů.

Popis činností Realizace

Realizační tým PRODEZ, a.s. má bohaté a dlouhodobé zkušenosti s komplexní realizací zakázek zejména v oblasti chemického průmyslu. Realizační činnost je zajišťována zkušenými profesními pracovníky. Oddělení zajišťuje komplexní realizační a dodavatelské služby a činnosti se specializací na: dodávky staveb, zařízení a technologických celků na klíč (části strojní, stavební, měření a regulace, silnoproud), rekonstrukce stávajících provozů a zařízení, intenzifikace stávajících provozů, dodávky staveb pro likvidace exhalací, generální opravy destilačních kolon aj.

Popis činností Inženýrská činnost

Oddělení zajišťuje autorský dozor při provádění stavby, technický dozor stavebníka při provádění stavby, zajištění stavebního povolení a vyjádření příslušných orgánů, příprava kolaudace a zabezpečení kolaudačního rozhodnutí. Dále poskytuje poradenství v oblastech komplexního řešení technických problémů, technickou výpomoc pro zákazníka či poradenská činnost v oboru požární ochrany. [19]

4 Stanovení hodnoty podniku

Předmětem ocenění je výše představená společnost Prodez, a.s. sídlící ve Valašském Meziříčí. Tržní odhad hodnoty bude proveden dvoufázovou výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků a metodou EVA – ekonomická přidaná hodnota. Ocenění je provedeno pro vlastníky společnosti. Důvodem pro ocenění je skutečnost, že vlastníci mají zájem zjistit hodnotu jejich společnost k datu ocenění 31. 12. 2011.

Informační základnu k ocenění tvoří účetní výkazy a výroční zprávy poskytnuté společností.

4.1 Strategická analýza

Strategická analýza určuje perspektivu podniku do budoucna. Analyzuje vývoj trhu, konkurence a identifikuje rizikové faktory. Výsledkem strategické analýzy je tzv. Swot analýza.

4.1.1 Analýza vnějšího potenciálu

Vymezení relevantního trhu

Společnost Prodez, a.s. se pohybuje v odvětví stavebnictví, jenž je klasifikováno dle Klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE) jako *Inženýrské stavby (stavby pro chemický průmysl)*, sekce F, oddíl 42. Prodez, a.s. se nepřímo podílí na vytváření konečné hodnoty, jelikož svým zaměřením na průmyslové, chemické a technologické stavby stojí v pozadí projektů. Nefinalizuje, pomáhá budovat hospodářské prostředky.

Stavební trh je citlivý na klimatické podmínky, což se odrazí v sezonním charakteru zakázek. Pokud se objevují výraznější změny klimatických podmínek, můžou chladnější dny spadající obvykle do prvního čtvrtletí roku zpomalit či zastavit probíhající práce a tím ovlivnit či posunout výnosy v celém odvětví. Základní charakteristiky stavebního trhu v čase jsou uvedeny v následující tabulce, která rovněž vyjadřuje tržní podíl podniku Prodez, a.s.

Působnost podniku Prodez, a.s. je v rámci celé ČR, proto velikost relevantního trhu v jednotlivých letech sledovaného období je souhlasný s velikostí dosahovaných tržeb stavebního odvětví. Data pro rok 2011 budou zveřejňována až po termínu odevzdání této

práce a proto pro rok 2011 bude proveden jejich odhad. Následující tabulka 3.1 znázorňuje jeho velikost v jednotlivých letech. [15]

Tab. 4. 1 Vývoj velikosti relevantního trhu

ROK	Stavební práce / tržby celkem (v mil. Kč. běžných cen)	Velikost relevantního trhu T
2007	521487	52148,7
2008	547601	54760,1
2009	520877	52087,7
2010	488690	48869

Zdroj: vlastní vypracování

Hodnocení atraktivity trhu

Do prováděné analýzy bylo dle Maříka (2007) zahrnuto devět kritérií. Jednotlivé váhy byly stanoveny na základě subjektivního hodnocení. Kritérium růst trhu určuje příležitost pro růst podniku. Pomalu rostoucí trh má více konkurentů, prosazení je možné jen na základě vytlačení jiného konkurenta. Trh, který rychle roste, má potenciál snižující se intenzity konkurence a je jednodušší se zde prosadit. Čím větší velikost trhu, tím lepší a atraktivnější (využití úspor z rozsahu). Čím větší je konkurence, tím je obtížnější pro podnik se udržet. Čím větší jsou bariéry vstupu do odvětví, tím je toto odvětví rentabilnější a více atraktivnější. Možnosti substituce a struktura zákazníků úzce souvisí s citlivostí odvětví na změny cenové hladiny. Nejlepším předpokladem je takový trh, kde je mnoho zákazníků necitlivých na změnu cen a změnu produktu. Podíly jednotlivých faktorů na celkovém hodnocení je uvedeno v následující Tab. 4.2.

Tab. 4. 2 Hodnocení atraktivity trhu

Kritérium	Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
		Negativní		Průměr			Pozitivní			
		0	1	2	3	4	5	6		
Růst trhu	3				x				3	9
Velikost trhu	2						x		5	10
Intenzita konkurence	3		x						1	3
Průměrná rentabilita	2							x	6	12
Bariéry vstupu	1						x		5	5
Možnosti substituce	1				x				3	3
Citlivost na konjunkturu	1		x						1	1
Struktura zákazníků	2					x			4	8
Vlivy prostředí	1				x				3	3
Celkem	16									54

Maximální počet bodů:	96
Dosažený počet bodů:	54
Hodnocení:	56%

Zdroj: Mařík (2007)

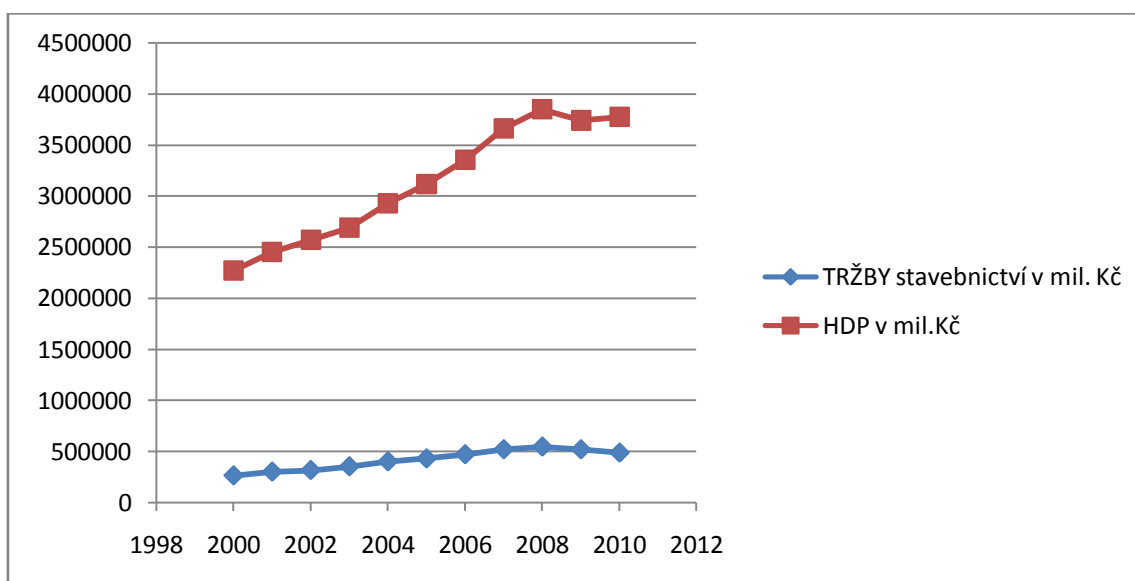
Celkové hodnocení atraktivity trhu je 56%, což je výsledek neutrální. Vzhledem k povaze odvětví, kde Prodez, a.s. působí, lze konstatovat, že trh je atraktivní pouze pro ty společnosti, které se už v daném odvětví pohybují či pro ty, které již zde působí a chtěly by rozšířit svou působnost.

Prognóza vývoje trhu

Stavebnictví je klasickým příkladem cyklického odvětví, které kopíruje hospodářský cyklus. Stavební práce stimulují HDP a vytvářejí základ pro možný budoucí ekonomický růst. Stavebnictví jako jeden ze zdrojů HDP je významným indikátorem celkového stavu hospodářství a jeho dalšího vývoje.

Vlastní prognóza vývoje trhu závisí na oceňovateli. Pro potřeby této práce byla zvolena interpretace a grafické znázornění (viz graf 4.1) závislosti mezi HDP a tržbami ve stavebnictví, od nichž bude vyvozena prognóza. [16]

Graf 4. 1 Vývoj závislosti HDP a tržeb ve stavebnictví



Zdroj: vlastní vypracování

Jak lze vidět ze znázorněného grafu, vývoj tržeb ve stavebnictví kopíruje vývoj HDP. Je možné vyslovit předpoklad této trvajících závislosti i nadále a její odraz ve vývoji trhu. Z grafu lze rovněž vyčíst, že období konjunktury a vrcholu dosáhl cyklus v roce 2008. Celosvětová ekonomická krize měla podíl na jeho zpomalení a zbrzdila tak expanzi natolik, až se zcela zastaví. Respektive firmy dál vyrábějí, ale bez dalšího růstu. Trh na to reaguje tak, že se nasytí a začíná postupně klesat poptávka. Z důvodu tlaku na ceny výrobců klesá celý produkt.

4.1.2 Analýza vnitřního potenciálu

Fáze životního cyklu podniku, ve které se Prodez, a.s. nachází, je zralost. Níže uvedenou analýzu konkurentů a dodavatelů poskytnul management firmy.

Analýza zákazníků – nepřímý faktor

Struktura zákazníků a přicházejících zakázek je členěna podle toho, zda přicházející zakázky mají charakter zpracování projektové dokumentace a realizace staveb v chemickém a strojírenském průmyslu či v ostatních odvětvích stavebního průmyslu. Téměř 90% zakázek přichází od společnosti Deza, a.s. Valašské Meziříčí, jenž se zabývá chemickým průmyslem. Dalšími méně frekventovanými, ale opakovaně přicházejícími zákazníky jsou CS CABOT, Lhoist, Prokop Invest, Geosan Group.

Prodez a.s. se také věnuje jednorázovým akcím různého stavebně-projektového charakteru, jako jsou akce ve společnostech Mlékárna Kunín, Kraft Foods Opava, Obecní Úřad Branky, Tenisová Hala Valašské Meziříčí.

Společnost rovněž spolupracovala na veřejných zakázkách, jejichž hlavními vyhotoviteli byli výše zmínění zákazníci Deza, a.s. a Prokop Invest.

Analýza konkurentů – nepřímý faktor

Konkurence ve stavebnictví, potažmo v provádění projektové dokumentace a realizace staveb, je poměrně vysoká napříč celou republikou. Mezi hlavní konkurenty řadí management firmy následující společnosti: Rios Valašské Meziříčí, KovoProjekta Brno, a.s., ChetenkBrno, Ateko – člen holdingového uskupení Medis Hradec Králové, HK Engineering Chrudim aj.

Všechny výše jmenované společnosti jsou silnými hráči na trhu stavebnictví pro chemický průmysl a management podniku Prodez, a.s. musí vyvíjet vřelé obchodní vztahy založené na kvalitě, spolehlivosti a vzhledem k celosvětové ekonomické situaci i v přizpůsobování cenových relací.

Analýza dodavatelů – nepřímý faktor

Společnost úzce spolupracuje s celou řadou dodavatelů. Oblast působnosti obchodních partnerů je buď úzce specifikovaná pro chemický průmysl, strojírenskou výrobu či obšírněji pro stavebnictví jako takové. Dodavatelé jsou vybíráni na základě referencí, požadavků zákazníku či na základě dlouholeté obchodní zkušenosti (rychlost a spolehlivost dodávek včas, schopnost adaptace na specifické požadavky, kvalita, cena).

Mezi klíčové dodavatele materiálů a služeb řadí management podniku následující: IDS Valašské Meziříčí, Radekov Rožnov pod Radhoštěm, Technomont Frýdek Místek, TPS Boskovice, Tepos Valašské Meziříčí, TGH Renova Valašské Meziříčí, Step Trutnov, Sulzer Praha, Protego, Hermetic– Pumpen OS Pardubice aj. Strukturu dodavatelů doplňují menší společnosti, živnostníci, kteří jsou využíváni pro specifické požadavky menšího charakteru.

Podnik spolupracuje s dodavateli v rámci celé republiky s přihlédnutím na specifika jednotlivých zakázek. Obecně lze říci, že struktura dodavatelů se liší dle charakteru a umístění zakázky.

Další nepřímé faktory

Mezi další nepřímé faktory působící na vnitřní potenciál podniku patří: management, personál, výzkum a investice. Pro jejich specifikaci bylo využito hodnocení dle Maříka (2007), které je součástí přílohy č.2.

Analýza přímých faktorů (Marketingový mix)

Prodej (price) služby se odvíjí od situace na trhu, od náročnosti prováděné zakázky aj. Má velký vliv na získání zakázky. Neodráží se v kvalitě.

Produkt / služba (product) díky svému specifickému zaměření je lze z pohledu kvality a technologické úrovně hodnotit velice kladně. Nabízený sortiment služeb dokáže pokrýt nejen hlavní službu v rámci zakázky, ale i menší subdodávky (elektro práce, technický dozor, požární ochrana) a tím realizovat potřeby celé zakázky. I když je hlavním zaměřením podniku projekce a realizace staveb v oblasti chemického průmyslu, podnik se podílí i na zakázkách z oblasti elektroinstalace, stavby budov či projekce a realizace pro strojírenský a jiný průmysl.

Propagace (promotion) podnik využívá minimálně. Stabilní portfolio zákazníků. Spíše než reklamy podnik využívá svých referencí a dlouholetých obchodních vztahů. Reklamní předměty využívá jako dárky pro obchodní partnery, čímž se snaží podpořit svou image.

Pozice (place) vzhledem k zakázkám, které jsou v rámci celé republiky, umístění prodejního centra se neodráží na množství získaných zakázek. Pro celkovou analýzu přímých faktorů byla využita metodologie dle Maříka (2007), která byla upravena dle potřeb oceňovaného podniku a která je součástí výsledného diagramu uvedeného v Tab. 4.3.

Výsledná hodnota analýzy vnitřního potenciálu je uvedena v tzv. diagramu konkurenční síly podniku, který je uveden následující Tab. 4.3. Jednotlivé váhy byly stanoveny na základě subjektivního hodnocení. Dílčí hodnotící tabulky jsou součástí přílohy č. 2.

Tab. 4. 3 Diagram konkurenční síly podniku

Kritérium		Váha	Bodové hodnocení kritéria atraktivity							Body	Váha × Body
			Negativní		Průměr			Pozitivní			
			0	1	2	3	4	5	6		
Přímé faktory	1 Cenová úroveň	3				x				3	9
	2 Šíře sortimentu	1			x					2	2
	3 Hloubka sortimentu	1						x		5	5
	4 Kvalita zboží	2						x		5	10
	5 Běžná dostupnost	1				x				3	3
	9 Umístění sídla společnosti	1	x							0	0
	10 Účinnost reklamy	2			x					2	4
	11 Image firmy	1						x		5	5
Nepřímé faktory	12 Kvalita managementu	3						x		5	15
	13 Výkonný personál	2					x			4	8
	14 Systém řízení oběhu zboží	1				x				3	3
	15 Majetek a investice	2						x		5	10
	16 Finanční situace	1						x		5	5
Celkem		21									79

Maximální počet bodů:	126
Dosažený počet bodů:	79
Hodnocení:	63%

Zdroj: Mařík (2007)

Působení vnitřního potenciálu na vývoj pozice na trhu dosáhlo hodnoty 63%. Vývoj vnitřního potenciálu podniku, tedy jeho silných a slabých stránek ovlivní pozici firmy a její tržní podíl více než příležitosti a hrozby přicházející z okolí podniku, kde výsledná hodnota atraktivita trhu byla 56%.

4.1.3 Prognóza vývoje trhu a tržeb

Velikost trhu je zjištěna ze statistik ministerstva průmyslu a obchodu a Českého statistického úřadu. Jelikož firma působí na celém území ČR, nebude pro výpočet potřeba trh členit dle regionů či krajů.

Při vymezení tržního podílu se bude poměřovat hodnota stavebních prací v ČR za celé odvětví stavebnictví s tržbami společnosti Prodez, a.s. jako se zjištěnou velikostí relevantního trhu. Klasifikace pro vymezení relevantního trhu je dle CZ-NACE, která nově od 1. 1. 2008 nahradila klasifikaci OKEČ.

Jelikož je charakter zakázek Prodez, a.s. v stavebním odvětví velice specifický (chemický průmysl) a tržby plynoucí z jejich realizací jsou malé, bude přistoupeno k přepočtu tržeb dle uváděného indexu po stavební práce pro podniky s více jak 20-ti zaměstnanci koeficientem 0,1.[15]

Data pro rok 2011 jsou zveřejňována až po termínu odevzdání této práce, proto bude jejich velikost odhadnuta. Celkový průměrný tržní podíl a vývoj tržního podílu v období 2007 – 2010 je uveden v následující tabulce Tab. 4.4.

Tab. 4. 4 Vymezení tržního podílu

ROK	Stavební práce celkem (v mil. Kč. běžných cen)	Koeficient 0,1 pro přepočet tržeb	Tržby společnosti Prodez, a.s. (v mil. Kč)	TRŽNÍ PODÍL (v %)
2007	521487	52148,7	88,116	0,17
2008	547601	54760,1	149,328	0,3
2009	520877	52087,7	87,685	0,17
2010	488690	48869,0	112,327	0,23
Průměrný tržní podíl za období:		0,22		

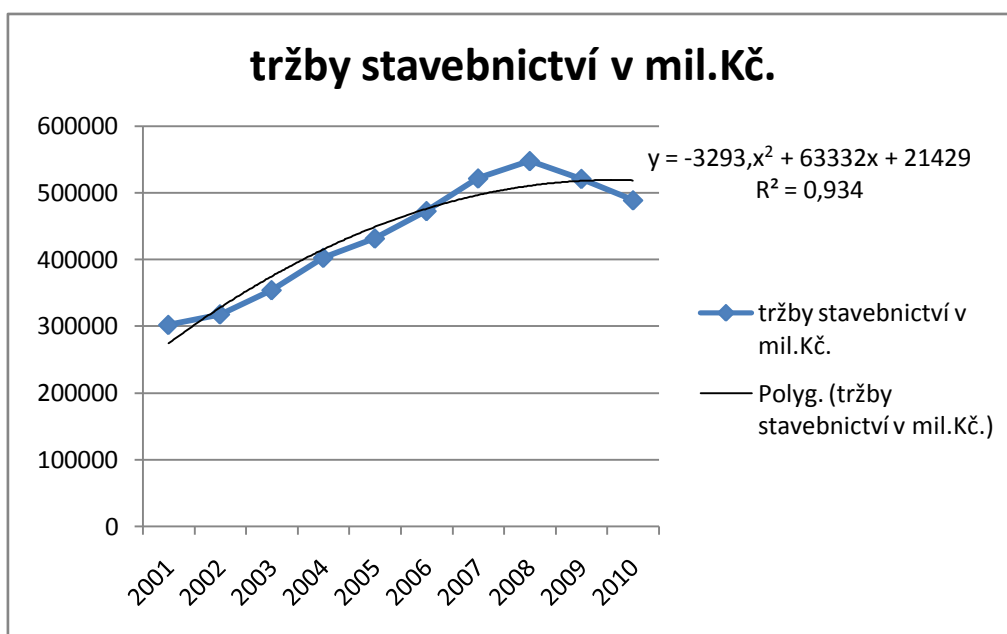
Zdroj: vlastní vypracování

Prognóza vývoje trhu

Prognóza růstu tržeb sledovaného trhu se stanoví na základě určeného vývoje relevantního trhu tak, že se nejprve odhadne vývoj celého trhu pro roky 2011-2015 a následně vývoj tržeb stavebního trhu.

Prognóza vývoje trhu se stanoví pomocí aproximace diskrétních hodnot spojitou diferencovatelnou funkcí, kdy z časové řady celkového objemu stavební produkce v letech 2001-2010 se vytvoří hladká funkce a pomocí polygonu 2 stupně a jeho extrapolace se vypočtou budoucí hodnoty tržeb. Časovou řadu i odvozenou hladkou funkcí včetně rovnice této funkce lze vidět v následujícím grafu 4.2.

Graf 4. 2 Časová řada tržeb v odvětví a pomocná funkce



Zdroj: vlastní vypracování

Vzniklá funkce $y = -3293x^2 + 63332x + 21429$ má hodnotu důvěryhodnosti 93,4%. Tato hodnota je dost vysoká, aby na základě této funkce se mohl vypočítat budoucí objem stavebních prací pro roky 2011-2015.

V následující tabulce Tab. 4.5 lze vidět jak původní časovou řadu, tak i budoucí vývoj tržeb i s procentuálními meziročními změnami. Klesající trend, který byl nastartován v roce 2008, je důsledkem reakce u cyklických odvětví na vývoj celkového trhu měřeného HDP. Dle indexů cen výrobců pro odvětví stavitelství je rovněž prognózován měsíční pokles průměrně o 0,5 p.b. [17]

Jak již bylo zmíněno v makro analýze, trh roku 2008 byl nasycen, nastupující celosvětová krize jej utlumila a období expanze a vrcholu vystřídá recese. Proto v prognózovaném období bude předpokládán pokles tržeb z důvodu ekonomické situace jak na světových trzích, tak v domácím prostředí. Výsledný průměrný růst tržeb lze vidět v tab. 4.5.

Tab. 4. 5 Prognóza vývoje tržeb trhu

Rok	Stavební práce celkem v mil. Kč běžných cen	Meziroční změny
2001	301784	
2002	317568	5,23%
2003	353879	11,43%
2004	402410	13,71%
2005	431426	7,21%
2006	472578	9,54%
2007	521487	10,35%
2008	547601	5,01%
2009	520877	-4,88%
2010	488690	-6,18%
2011	319628	-34,59%
2012	307221	-3,88%
2013	288228	-6,18%
2014	262649	-8,87%
2015	230484	-12,25%
Průměrný růst tržeb		1,45%

Zdroj: vlastní vypracování

Průměrný vývoj tržeb byl vypočítán na základě aritmetického průměru sledovaného období 2001 – 2015. Výsledný růst nereflektuje ani očekávanou výši inflace a proto bude pro další potřeby práce navýšen na hodnotu **2%**.

4.2 Swot analýza

Tato analýza silných a slabých stránek, příležitostí a hrozeb je celková analýza vnějšího a vnitřního prostředí dané firmy, ve které jsou postaveny silné a slabé stránky proti relevantním příležitostem a ohrožením plynoucích z okolí. Swot analýza by měla shrnout poznatky získané ze strategické analýzy.

Z analýzy vnějšího potenciálu vyplynulo, že stavební trh je neutrálně atraktivní. Jeho další vývoj bude dle provedené demonstrace závislosti tržeb a HDP růstový, proto lze předpokládat vstup nových konkurentů. Ovšem doznívající ekonomická recese a přesun výroby do nákladově příznivějších zemí a tam, kde není tlak na životní prostředí, může ohrozit podnik Prodez, a.s. Jako příležitosti přicházející z vnějšího prostředí může podnik využít zvyšující se nároky na ekologizaci výrobních postupů a zařízení.

Z analýzy vnitřního potenciálu vyplynulo, že díky stálým zákazníkům a dobrým obchodním vztahům má Prodez, a.s. na trhu stabilní pozici. Kvalitní, dobře školený management se zaslouhuje o využívání nejmodernější technologie. Tímto dokáže pružně reagovat na potřeby zákazníků, včasné a precizně plnit své dílo. Díky svému speciálnímu zaměření v oboru stavitelství je Prodez, a.s. závislý na úzkém okruhu zákazníku, což způsobuje tlak na konkurenci. Díky tomuto je plánování a předpověď nově příchozích zakázek obtížnou a může způsobit výpadky ve finanční stabilitě.

V následující Tab. 4.6 jsou shrnuta dílčí kritéria SWOT analýzy, jenž je výsledkem provedené strategické analýzy.

Tab. 4. 6 Swot analýza

Silné stránky	Slabé stránky
dobře hospodařící	poměrně vysoká konkurence
na trhu je firma již několik let	závislost na úzkém portfoliu zákazníků
stavby jsou kvalitní a nadčasové, využití nových technologií	specifika klíčových zákazníků a tlak na ŽP
vstřícnost k požadavkům investora	nepravidelnost zakázek
včasné a precizní plnění díla	nepravidelnost finančních toků
komunikační schopnost a dobrá spolupráce s dodavateli	
dobrá platební schopnost, finančně silná pozice z vlastních zdrojů	
špičkový personál	
Příležitosti	Ohrožení
zvyšující se tlak na ekologizaci výrobních postupů a zařízení	ekonomická recese může snížit tržby
	přesun výroby do oblastí s menšími tlaky na ŽP

Zdroj: vlastní vypracování.

4.3 Rozdělení aktiv na provozně potřebná a nepotřebná

Toto rozdělení vychází z předpokladu, že podnik má jedno základní podnikatelské zaměření, pro které byl zřízen. Pro základní podnikatelské zaměření podnik potřebuje aktiva v určité velikosti a struktuře, které se označují jako *aktiva provozně nutná*. Všechna ostatní aktiva jsou poté aktivy provozně nenutnými a podnik je bezprostředně nepotřebuje. Pro většinu metod pro oceňování podniku by měla platit zásada, že pokud je to možné, mělo by být rozdělení aktiv oceňovaného podniku na provozně nutná a nenutná rozhodně provedeno. Občas je to ovšem velice problematické z důvodů nedostatku potřebných informací. Na základě analyzovaného období byla provedena korekce majetku na provozně potřebnou a nepotřebnou a její přehled je v následující Tab. 4.7.

Provedená korekce se týkala pouze krátkodobého finančního majetku, který neslouží k hlavní výdělečné činnosti podniku a tvoří pouze doplňkovou položku v hospodaření podniku. Management využívá tyto prostředky pro krátkodobé zhodnocení volných peněžních prostředků. Za majetek provozně nenutný jsou považovány krátkodobé cenné papíry a podíly.

Tab. 4. 7 Rozdělení aktiv na provozně nutná a nepotřebná

	Majetek celkem v tis. Kč	Majetek provozně nutný	Majetek provozně nenutný
2007	88093	69133	18960
2008	49324	41867	7457
2009	46198	38842	7356
2010	75250	68279	6971
2011	85309	77620	7689

Zdroj: vlastní vypracování.

4.3.1 Korigovaný výsledek hospodaření

Jelikož byla provedena korekce majetku společnosti, je třeba z výsledku hospodaření vyloučit náklady a výnosy s ním spojené. Pro zjednodušení bude za *korigovaný výsledek hospodaření* považován provozní výsledek hospodaření před odpočtem odpisů. Jeho přehled za období 2007-2011 je uveden v Tab. 4.8.

Tab. 4. 8 Přehled provozních výsledků hospodaření

2007	2008	2009	2010	2011
12132	12609	2631	3759	12482

Zdroj: vlastní vypracování.

4.4 Finanční analýza

Součástí stanovení hodnoty podniku je i hodnocení finančního zdraví podniku. Podkladem pro zpracování finanční analýzy jsou účetní závěrky společnosti za období z let 2007 až 2011 a jejich přílohy. Provedená finanční analýza bude mít podobu poměrové analýzy.

Pro hlubší rozbor rentability podniku bude proveden pyramidový rozklad vrcholového ukazatele ROE a rovněž budou vyčísleny a diskutovány jednotlivé vlivy dílčích ukazatelů na vrcholový ukazatel.

4.4.1 Ukazatelé rentability

Tab. 4. 9 Ukazatele rentability v letech 2007-2011

Ukazatel	2007	2008	2009	2010	2011
EBIT (v tis. Kč.)	13877	9664	3221	3535	10371
EAT (v tis. Kč.)	12263	7730	2602	2021	5961
Aktiva netto (v tis. Kč.)	88093	49324	46198	75250	85309
VK (v tis. Kč.)	71992	19722	22324	24345	30306
Tržby (v tis. Kč.)	88116	149328	87685	112327	154672
ROA	15,75%	19,59%	6,97%	4,70%	12,16%
ROE	17,03%	39,19%	11,66%	8,30%	19,67%
ROS	15,75%	6,47%	3,67%	3,15%	6,71%

Zdroj: vlastní vypracování.

Ukazatele uvedené v Tab. 4.9 byly vypočítány dle vzorců (2.2, 2.3 a 2.4) uvedených v kapitole věnující se teoretickému vymezení finanční analýzy.

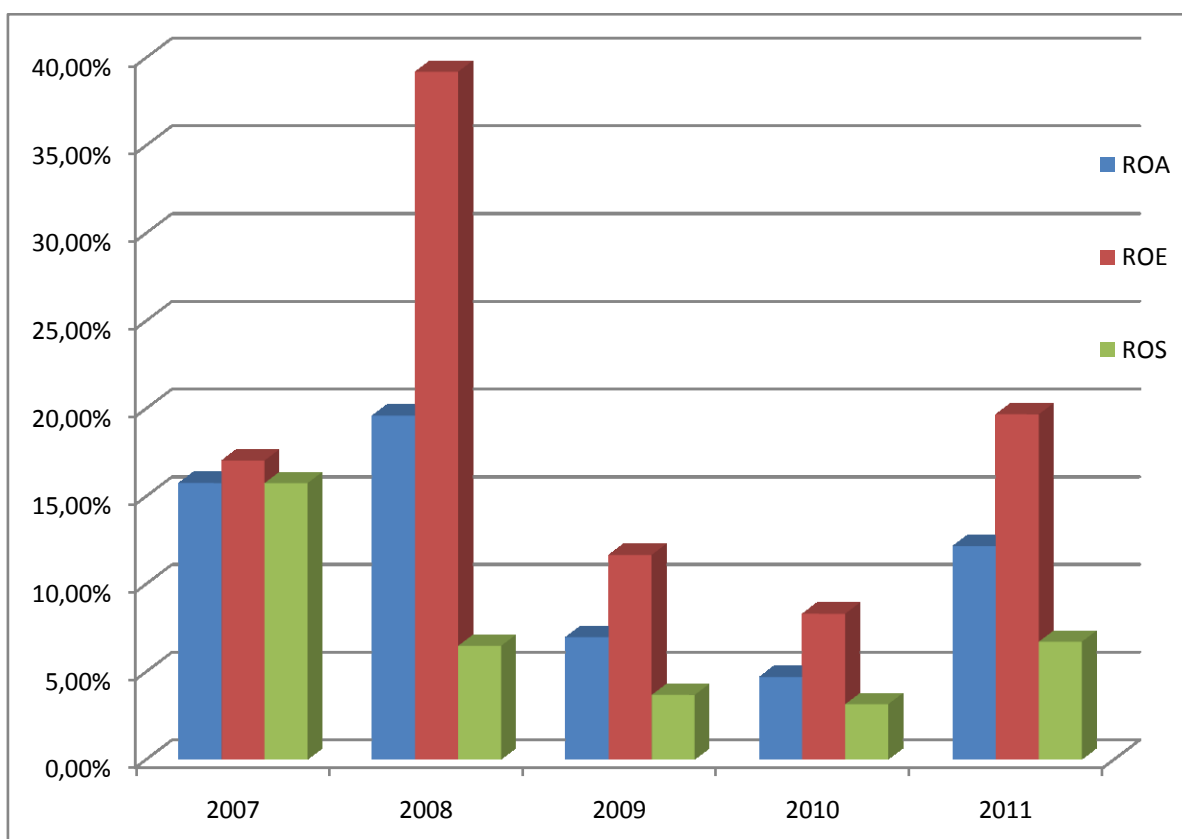
Rentabilita vlastního jmění (ROE) udává, kolik peněžních jednotek čistého zisku připadá na jednu peněžní jednotku investovanou do podniku jeho vlastníky. Hodnota ROE je vyšší než hodnota ROA, což naznačuje, že firma efektivně využívá své zdroje. Kolísání dosahovaných hospodářských výsledků, jenž ovlivňují všechny tři ukazatele, je způsobeno zakázkami, které mají dlouhodobější charakter. Rovněž se na poklesu výsledku hospodaření v roce 2010 podepsal fakt, že v tomto období měla na výsledek hospodaření zásadní vliv tvorba účetních opravných položek k pohledávkám ve výši 4,58 mil. Kč, která celkový výsledek podstatně snížila. To samé se odehrálo v roce 2011 téměř v trojnásobné

výši. Bez započtení této položky by hospodářský výsledek dosáhl hodnoty 8 115 tis. Kč před zdaněním.

Celkově lze říci, že všechny tři ukazatele rentability jsou poměrně nízké až na rok 2008, kdy podnik dosáhl ve sledovaném období svého vrcholu, tedy využití vlastního kapitálu bylo nejvyšší a kapitál investovaný vlastníky vydělal nejvíce. Z důvodu tvorby opravných položek k pohledávkám po splatnosti je dosahováno nízkého hospodářského výsledku ale i přes to dochází od roku 2008 k jeho růstu a lze teda očekávat, že jeho růst bude pokračovat.

Výše popsané ovlivní rovněž ukazatel výnosnosti tržeb, u kterého lze také očekávat růst. Pro lepší orientaci ve výsledcích ukazatelů rentability byl vytvořen následující graf 4.2.

Graf 4. 3 Vývoj ukazatelů rentability v letech 2007-2011



Zdroj: vlastní vypracování.

4.4.2 Ukazatelé zadluženosti

Tab. 4. 10 Ukazatele zadluženosti v letech 2007-2011

Ukazatel	2007	2008	2009	2010	2011
Cizí kapitál (v tis. Kč)	15765	29600	23831	50790	54422
Aktiva (v tis. Kč)	88093	49324	46198	75250	85309
Vlastní kapitál (v tis. Kč)	71992	19722	22324	24345	30306
Dl. cizí kapitál (v tis. Kč)	146	124	328	78	1687
Kr. cizí kapitál (v tis. Kč)	15619	29476	23753	50462	52735
Majetkové koeficient (fin. páka)	1,22	2,50	2,07	3,09	2,81
Celková zadluženost	17,90%	60,01%	51,58%	67,50%	63,79%
Dlouhodobá zadluženost	0,17%	0,25%	0,71%	0,10%	1,98%
Běžná zadluženost	17,73%	59,76%	51,42%	67,06%	61,82%
Zadluženost vlastních zdrojů	21,90%	150,09%	106,75%	208,63%	179,58%

Zdroj: vlastní vypracování.

Ukazatele uvedené v Tab. 4.10 byly vypočítány dle vzorců (2.5, 2.6, 2.7, 2.8 a 2.11) uvedených v kapitole věnující se teoretickému vymezení finanční analýzy.

Z výsledku lze konstatovat, že firma je zdravě zadlužená. Vyšší hodnoty zadlužení znamenají pro věřitele i akcionáře vyšší riziko. Firma je hodnocena jako neriziková při výsledku do 50 % zadlužení. Dlouhodobý průměr vykazovaných hodnot tomuto kritériu odpovídá.

Ukazatel celkové zadluženosti v čase roste, což není pozitivní. Ale i přes to se drží okolo 60 %, což je přijatelná pozice. Na celkovém objemu závazků se nejvíce podílí krátkodobé závazky, které jsou sice levnější, ale zvyšují tlak na likviditu (ke splacení musí dojít zpravidla do jednoho roku).

Ukazatel zadluženosti vlastních zdrojů je v roce 2007 poměrně nízký oproti nadcházejícímu období, kdy dochází k jeho růstu. Firma je financována především z vlastních zdrojů, čímž se zbavuje možnosti využívat daňový štít a tím celkově zlevňovat svůj celkový kapitál. V účetnictví jsou náklady cizího kapitálu (úroky) oproti nákladům vlastního kapitálu daňově uznatelným nákladem. To znamená, že jejich výše snižuje daňový základ a stát tak vlastně "pomáhá financovat" úroky nižší odvedenou daní.

Růst ukazatele finanční páky obecně zvyšuje zadluženost, jelikož dochází k efektu zvyšování rentability vlastního kapitálu použitím cizího kapitálu. Je-li ovšem podnik vysoce zadlužený, pozitivní efekt úspory při financování z cizích zdrojů je pryč. I když podnik nemá mezi svými krátkodobými zdroji žádný úročený cizí kapitál, stavba ukazatelů toto nezohledňuje, a proto lze za zadlužení považovat i vzniklé závazky z obchodních vztahů.

V následujícím grafu 4.3 je znázorněn vývoj ukazatelů likvidity. Lze jednoznačně vyčíst, že ukazatel dlouhodobé zadluženosti je zanedbatelně malý a tedy podnik tak nečelí většímu věřitelskému riziku.

4.4.3 Ukazatelé finanční stability

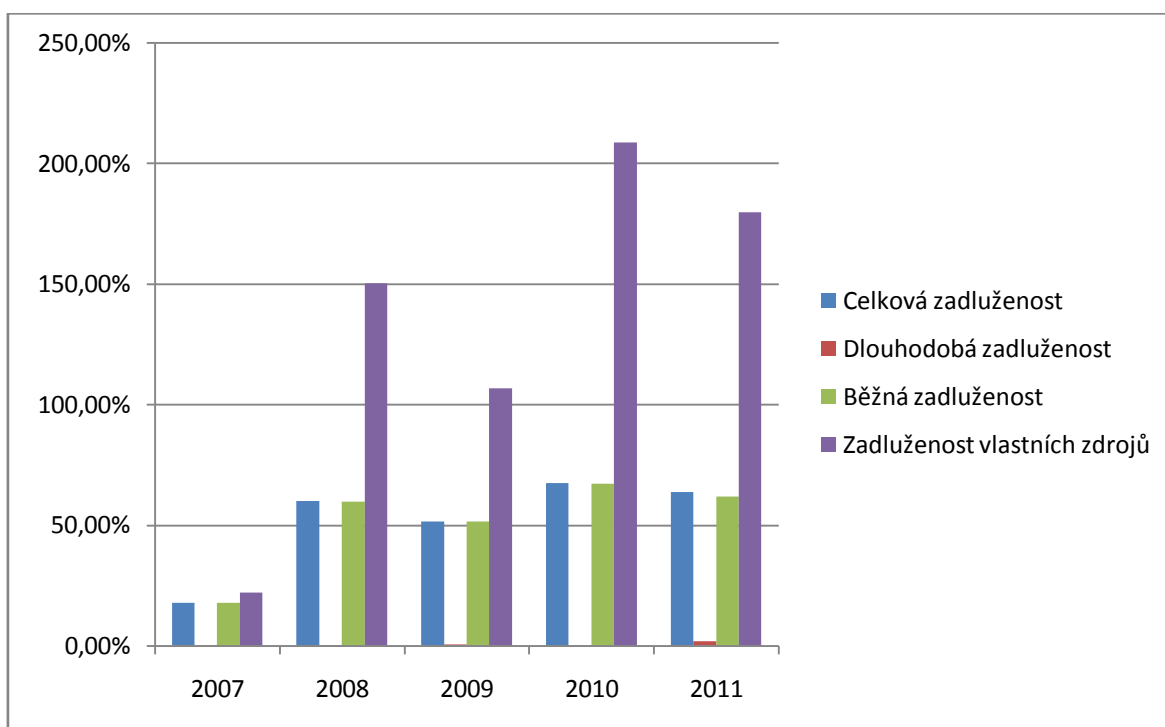
Jak lze vidět v Tab. 4.11, vyjma roku 2007 se podnik drží pod hranici 50%, což poukazuje na nižší věřitelské riziko a dobrou finanční stabilitu firmy. Výpočet dle vzorce (2.10).

Tab. 4. 11 Vývoj ukazatele finanční stability v letech 2007 - 2011

Ukazatel	2007	2008	2009	2010	2011
Aktiva (v tis. Kč)	88093	49324	46198	75250	85309
Vlastní kapitál (v tis. Kč)	71992	19722	22324	24345	30306
Equity Ratio	81,72%	39,98%	48,32%	32,35%	35,52%

Zdroj: vlastní vypracování.

Graf 4. 4 Vývoj ukazatelů zadluženosti v letech 2007-2011



Zdroj: vlastní vypracování.

4.4.4 Ukazatelé likvidity

V ukazateli celkové likvidity jsou zahrnuty všechny složky oběžného majetku, včetně zásob, které často nesplňují hledisko likvidity. Jelikož dle rozhodnutí vedení podniku je v položce zásoby účtováno o drobném hmotném a nehmotném majetku a společnost nevlastní žádné zásoby k obchodování a přeměně v peněžní prostředky, je tento ukazatel pro účely této finanční analýzy nevhodným a může mít pouze doplňující charakter. Ideální uváděná hodnota celkové likvidity, již by měl podnik dosahovat je v rozmezí od 1,5 do 2,5. Vyjma roku 2007, podnik i přes odlišný přístup k účtování o zásobách tohoto doporučeného rozmezí dosahuje.

Ukazatel pohotové likvidity by se měl pohybovat v rozmezí od 1,0 do 1,5. V obecně uznávaném rozpětí hodnot se podnik nachází téměř vždy, vyjma roku 2007. To je především způsobeno nízkou úrovní krátkodobých závazků a tedy lepší dosahovanou likviditou.

Okamžitá likvidita je nepřísnejším ukazatelem likvidity, neboť měří schopnost uhradit krátkodobé závazky právě v tento okamžik z volných peněžních prostředků nacházejících se v bance na běžných účtech a v pokladně. Za ideální hodnotu se považuje rozmezí 0,2-0,5, čehož podnik dosahuje. V roce 2007 firma drží až nadbytek pohotových

finančních prostředků, což není žádoucí z hlediska ušlého alternativního výnosu z případné investice.

Jednotlivé výpočty byly provedeny na základě vztahů (2.12, 2.13 a 2.14) a jejich hodnoty jsou uvedeny v Tab. 4.12.

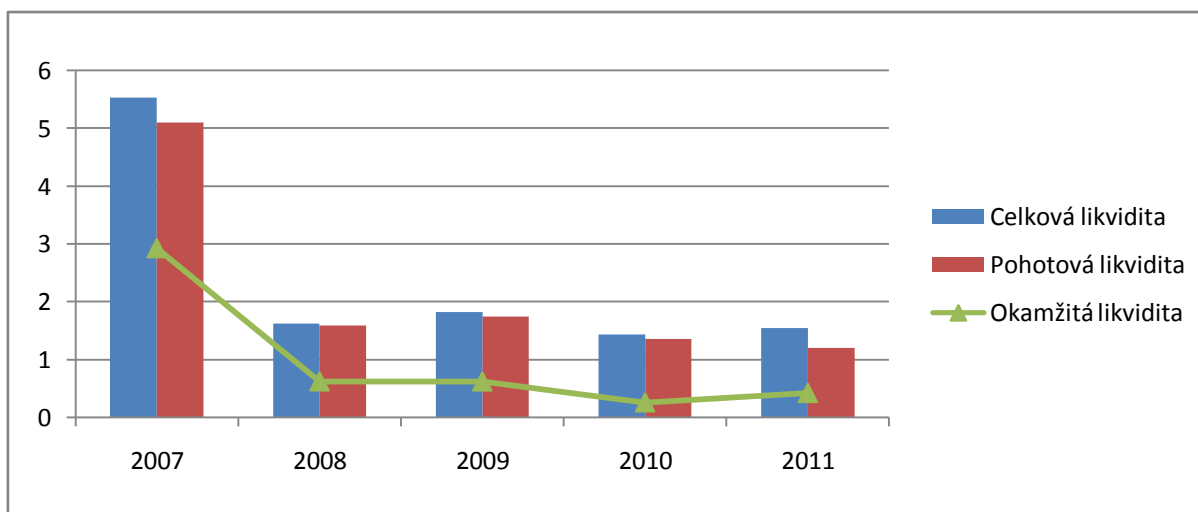
Tab. 4. 12 Vývoj ukazatelů likvidity v letech 2007 - 2011

Ukazatel	2007	2008	2009	2010	2011
Krátkodobý fin. majetek (v tis. Kč)	26737	10929	7414	6146	14623
Oběžná aktiva (v tis. Kč)	86216	47912	43371	72536	81736
Krátkodobé závazky (v tis. Kč)	15619	29476	23753	50462	52735
Zásoby (v tis. Kč)	6632	860	1874	3837	18236
Celková likvidita	5,519944	1,625458	1,825917	1,437438	1,54994
Pohotová likvidita	5,10	1,60	1,75	1,36	1,20
Okamžitá likvidita	1,7118	0,3708	0,3121	0,1218	0,2773

Zdroj: vlastní vypracování.

Jak lze vidět v grafu 4.4, hodnoty celkové a pohotové likvidity se vyrovnávají, což vypovídá o dobré finanční situaci podniku a o jeho schopnosti dostát svých závazků i po odečtení nejméně likvidních složek majetku. Pro věřitele je to odraz solventnosti a dobré finanční zajištěnosti.

Graf 4. 5 Vývoj ukazatelů likvidity v čase



Zdroj: vlastní vypracování.

Ukazatelé aktivity

Ukazatelé aktivity jsou zdrojem informací o tom, jak efektivně firma pracuje se svými aktivy, jak dlouho váže své finanční prostředky v majetku.

Dle dosahovaných tržeb, podnik dokáže průměrně během 200 dnů obrátit svá aktiva. Podíl dlouhodobého majetku je v průměru 15% na celkových aktivech, což v důsledku nezvyšuje tento ukazatel a výsledné hodnoty jsou reálné.

Dalšími důležitými ukazateli jsou ukazatele doba obratu pohledávek a doba obratu závazků. Tyto dva ukazatele dokladují, že Prodez, a.s. v jednotlivých letech sledovaného období využíval bezplatného obchodního úvěru od svého obchodního okolí, ale i že jej nabízel. V roce 2007 společnost hradila své závazky téměř dvakrát rychleji, než bylo inkaso pohledávek. V konečném důsledku to znamená, že Prodez, a.s. vystupuje oproti svým obchodním partnerům platebně neutrálně. Z dlouhodobého pohledu by relace těchto dvou ukazatelů měla být ve prospěch doby obratu pohledávek.

Ukazatel doba obratu zásob se průměrně pohybuje v rozmezí 10 – 30 dnů. Jelikož se v položce zásob nachází drobný hmotný a nehmotný majetek podniku, má tento ukazatel z provozního hlediska odlišnou vypovídací schopnost. Říká, za jak dlouho je majetek zde vázaný schopný své obměny vzhledem k dosahovaným tržbám.

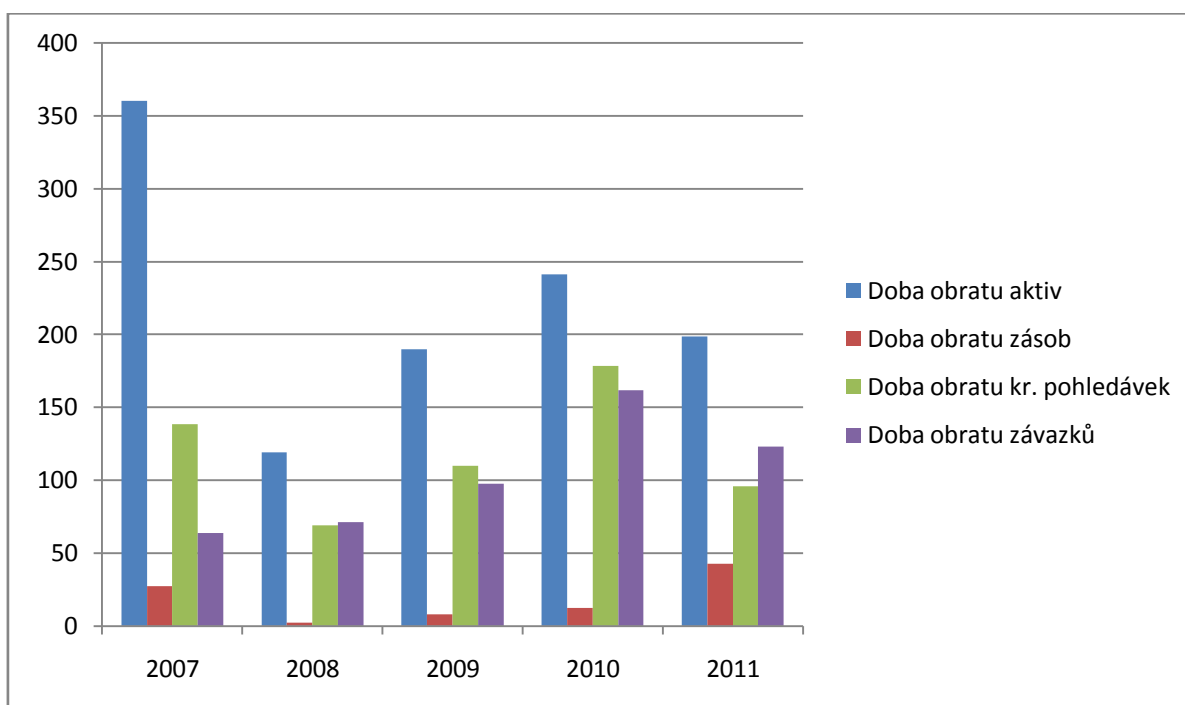
Tab. 4. 13 Vývoj ukazatelů aktivity v letech 2007 - 2011

Ukazatel (den)	2007	2008	2009	2010	2011
Tržby (v tis. Kč.)	88116	149328	87685	112327	154672
Aktiva (v tis. Kč.)	88093	49324	46198	75250	85309
Zásoby (v tis. Kč.)	6632	860	1874	3837	18236
Krátkodobé pohledávky (v tis. Kč.)	18 533	28 530	26 560	55 446	34 140
Dlouhodobé pohledávky (v tis. Kč.)	15 354	136	167	164	7 048
Krátkodobé závazky (v tis. Kč.)	15619	29476	23753	50462	52735
Doba obratu aktiv	359,906	118,9103	189,6708	241,1709	198,557
Doba obratu zásob	27,09519	2,073288	7,693904	12,29731	42,4444
Doba obratu kr. pohledávek	138,4461	69,108	109,7305	178,2261	95,8653
Doba obratu závazků	63,81179	71,06075	97,52044	161,7271	122,741

Zdroj: vlastní vypracování.

Pro přehlednější uspořádání jednotlivých dob obrátů byly výsledné hodnoty vypočtené dle vzorců (2.16, 2.17, 2.18 a 2.19) zaznamenány do následujícího grafu 4.5.

Graf 4. 6 Vývoj ukazatelů aktivity v letech 2007 - 2011



Zdroj: vlastní vypracování.

4.4.5 Pyramidový rozklad

V této části finanční analýzy bude proveden pyramidový rozklad ukazatelé rentability vloženého vlastního kapitálu (ROE), protože je nejvýznamnějším ukazatelem v porovnání se zbývajících ukazatelů rentability. Pomocí pyramidového rozkladu dle vzorce (2.20) budou vyčísleny a identifikovány základní položky ovlivňující rentabilitu vlastního kapitálu. Bude zde aplikována metoda postupných změn dle vzorce (2.21)

V následující tabulce bude uveden 1. stupeň rozkladu ROE pro období 2010 - 2011, včetně hodnoty dílčích ukazatelů a jejich vliv na hodnotu vrcholového ukazatele. Toto období bylo vybráno záměrně, jelikož dochází k podstatnému růstu ROE.

Tab. 4. 14 Stupeň rozkladu ukazatele ROE v letech 2010 – 2011

	a_{10}	a_{11}	Δa_1	Δx_{a1}	Pořadí vlivu
$a_1 = \text{EAT}/T$	0,018	0,039	0,0205	9,48%	1
$a_2 = T/A$	1,493	1,814	0,320	3,82%	2
$a_3 = A/VK$	3,091	2,815	-0,276	-1,93%	3

Zdroj: vlastní vypracování.

Největší vliv na rentabilitu vlastního kapitálu (ROE) má ukazatel rentabilita tržeb. Ukazatel obrátky aktiv rovněž přispívá k růstu ukazatele. Negativně se na růstu ukazatele podepsal ukazatel finanční páky. Finanční páka obecně charakterizuje efekt zvyšování rentability vlastního kapitálu použitím cizího kapitálu v kapitálové struktuře podniku. Jelikož podnik Prodez, a.s. ve své kapitálové struktuře nemá žádný cizí úročený kapitál, finanční páka zde působí i přes zvyšování rentability podniku protichůdně.

Pro rozklad druhé úrovně byl použit ukazatel rentabilita tržeb, jenž měl rozhodující vliv na vrcholový ukazatel. Výsledky jsou uvedeny v Tab. 4.15.

Tab. 4. 15 Rozklad ukazatele rentability tržeb

	a_{10}	a_{11}	Δa_1	$\Delta x_{a1} (EAT/T)$	Pořadí vlivu	$x_{a1} (ROE)$
$a_1 = EAT/EBT$	0,572	0,575	0,003	0,01%	2	0,75%
$a_2 = EBT/EBIT$	1	1	0	0,00%	3	0,0,0%
$a_3 = EBIT/T$	0,031	0,061	0,035	2,05%	1	8,73%

Zdroj: vlastní vypracování.

Druhý stupeň rozkladu ukazatele rentability tržeb dle dílčích ukazatelů vypovídá o tom, že ukazatel úrokové redukce neovlivňuje vrcholový ukazatel vůbec, jelikož Prodez, a.s. nemá žádný úročený cizí závazek, tj. nulové nákladové úroky. Provozní rentabilita tržeb působí na dílčí i vrcholový ukazatel pozitivně ve smyslu jeho růstu, což vypovídá o tržbách jako o generátoru hodnoty pro majitele vlastního kapitálu.

4.4.6 Celkové zhodnocení finančního zdraví podniku

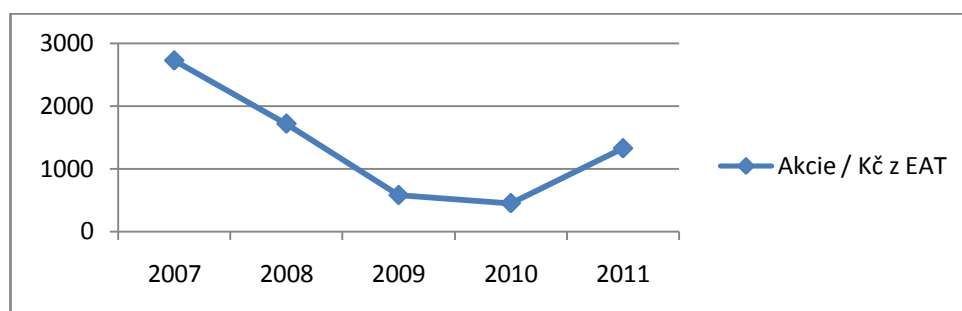
Při celkovém zhodnocení finanční situace podniku lze říci, že firma má potenciál růstu. I když je rentabilita podniku poměrně nízká, v posledních letech sledovaného období má rostoucí tendenci. Na základě pyramidového rozkladu ukazatele rentability vlastního kapitálu bylo zjištěno, že největší podíl na výši tohoto ukazatele má rentabilita tržeb. Zadlužení je na přijatelné úrovni, především z dlouhodobého hlediska má firma téměř nulové závazky. Vývoj ukazatele finanční páky vypovídá o neefektivním využívání kapitálu. Většinou skupinu závazků tvoří závazky z obchodních vztahů. Ukazatele likvidity vypovídají o vysoké míře solventnosti podniku. Prodez, a.s. v jednotlivých letech sledovaného období využíval bezplatného obchodního úvěru od svého obchodního okolí,

ale taky jej nabízel. V roce 2007 společnost hradila své závazky téměř dvakrát rychleji, než bylo inkaso pohledávek. V konečném důsledku to znamená, že Prodez, a.s. vystupuje oproti svým obchodním partnerům platebně neutrálně. Z dlouhodobého pohledu by relace těchto dvou ukazatelů měla být ve prospěch doby obratu pohledávek.

Z hlediska struktury aktiv velkou část tvoří oběžná aktiva, která jsou nezbytná k fungování podniku (podstatná část zásob je tvořena drobným hmotným a nehmotným majetkem). Vysoký podíl tvoří krátkodobé pohledávky. Jejich struktura a výše je managementem pravidelně sledována a je přístupováno k jejich odpisům na vrub nákladu. Toto se v posledních dvou letech významně podílelo na snížení VH.

Ve sledovaném období docházelo k poklesu hodnoty maximálně možné výplaty dividend na jednu akcii z čistého zisku viz graf 4.7. Ovšem od roku 2010 je nastartován příznivý růst. Je potřeba znova připomenout, že zisk byl snižován odpisem pohledávek na vrub nákladu.

Graf 4. 7 Vývoj hodnoty akcie



Zdroj: vlastní vypracování.

4.5 Finanční plán

Při sestavování finančního plánu se vychází z výkazu roku 2011. Finanční plán bude vytvořen pro roky 2012, 2013 a 2014. Veškeré plány jsou postaveny na prognóze tržeb, která zohledňuje vývoj mikro a makro okolí podniku a tvoří tak dobrou základnu pro výpočet dílčích položek výkazů. Výchozím rok pro dílčí plány bude rok 2011.

4.5.1 Plán tržeb

Plán tržeb bude vycházet ze strategické analýzy, konkrétně z prognózy tržeb společnosti na základě vývoje odvětví. Prognóza růstu tržeb společnosti Prodez, a.s. v závislosti na vývoji trhu a za předpokladu pevného tržního podílu 0,22 % byla stanovena na 1,45%. Aby si firma uchovala svou hodnotu, musí tržby růst minimálně o výši předpokládané míry inflace, jenž byla za rok 2011 1,9 %. [18]

Pro předpoklad jejího růstu bude pro potřeby práce zaokrouhleno 2%. I když je trend vývoje tržeb klesající, tržby Prodez, a.s. budou meziročně růst o výši inflace.

Tržby podniku Prodez, a.s. jsou těžce odhadnutelné pro externího odhadce. Jejich vývoj závisí na smluvených zakázkách, jenž mají dlouhodobý charakter a díky tomu budou mít dopad na vývoj celého prognózovaného období. Strukturu náplně práce plánuje vrcholový management podniku. Vzhledem k předpokládanému vývoji stavebního trhu a plánovaným zakázkám bude plán tržeb dle Tab. 4.16 vypočítán na základě výše zmíněného růstu tržeb a korekci dle plánu managementu vždy k částkám smluvených zakázek na 100 mil. Kč.

Tab. 4. 16 Plán tržeb v letech 2012 – 2015

	2012	2013	2014	2015
tržby	675,8862	634,1016	577,8278	507,0648
korekce pro odvětví stavby pro chemický průmysl na základě stanoveného koeficientu 0,1	67,58862	63,41016	57,78278	50,70648
růst tržeb v odvětví	102	104,04	106,1208	108,2432

Zdroj: vlastní vypracování.

4.5.2 Plán pracovního kapitálu

V tomto plánu je cílem stanovit výši zásob, pohledávek a krátkodobých závazků. Plán bude vycházet z pojetí čistého pracovního kapitálu. Čistý pracovní kapitál představuje část oběžného majetku, která se během roku přemění v pohotové peněžní prostředky a po splacení krátkodobých závazků může být použita k uskutečnění podnikových záměrů. Přebytek, ve zdravé míře likvidních, krátkodobých aktiv nad krátkodobými zdroji dává tušit, že firma má dobré finanční zázemí a podporuje likviditu podniku.

Plán pracovního kapitálu se bude sestavovat dle schématu (2.23) uvedeného v teoretické části práce dle a na základě těchto předpokladů. Dílčí položky oběžných aktiv, jako zásoby, krátkodobé i dlouhodobé pohledávky a finanční majetek, bude sestaven na principu průměrného podílu na celkových tržbách za minulá období. Tedy zásoby tvořily 16 % tržeb, krátkodobé pohledávky 26-30 % tržeb s přihlédnutím k meziročnímu růstu o 2 %, dlouhodobé pohledávky 2-4 % tržeb, krátkodobý finanční majetek ve výši 22-26 % tržeb. Krátkodobé závazky jsou stanovené na obdobném principu a tvoří 46-50 % tržeb. Bylo přistoupeno k úpravě (snížení) procentního podílu složky dlouhodobých pohledávek z důvodu jejího výjimečného navýšení v roce 2011, kdy do té doby se tento podíl pohyboval okolo 1,5%. Ostatní aktiva a pasiva časového rozlišení jsou v poměru k tržbám zanedbatelné.

Z důvodu rozčlenění majetku na provozně potřebný a nepotřebný byl krátkodobý finanční majetek snížen průměrně o 7 mil. Kč, což představuje majetek provozně nutný (viz kap. 4. 3). Výši jednotlivých položek v budoucích letech lze vidět v následující tabulce Tab. 4. 17.

Tab. 4. 17 Plán pracovního kapitálu

Plán PK	2011	2012	2013	2014
Tržby (v mil. Kč)		104,040	106,121	108,243
OA (v mil. Kč)	65,565	61,666	67,285	75,265
Zásoby (16 %) (v mil. Kč)		16,646	16,979	17,319
Kr. pohl. (26-30%) (v mil. Kč)		27,050	29,714	32,473
Dl. pohl. (2-4%) (v mil. Kč)		2,081	2,122	4,330
Kr. fin. majetek (22-26%) (v mil. Kč)		15,889	18,469	21,143
Kr. závazky (46-50%) (v mil. Kč)	50,462	47,858	50,938	54,122
ČPK (v mil. Kč)	15,103	13,808	16,347	21,143
změna ČPK		-1,295	2,539	4,797

Zdroj: vlastní vypracování.

4.5.3 Plán investic

Jelikož se jedná o stavební firmu, není zde potřeba velkých výrobních kapacit ve formě dlouhodobého majetku. Dlouhodobý majetek je především reprezentován osobními a užitkovými automobily, budovami a pozemky, software. V dalším období se nepředpokládá prodej majetku. Dle účetních dat je majetek téměř odepsán a nezahrnuje v sobě položku hlavní administrativní budovy, která je v soukromém vlastnictví obou majitelů. Management v následujícím období nepočítá s velkými investicemi do DHM. Hodnota provozně potřebného majetku, kterou je třeba přímo reprodukovat, byla vypočtena tak, že z odhadu časové hodnoty staveb zůstává obvykle na konci ekonomické životnosti cca 25 % zbytkové hodnoty (základu), nad který se pak stavba znovu rekonstruuje, resp. obnovuje. Stav dlouhodobého majetku byl tržně určen (na základě konzultace s odhadce) ve výši 25% tržeb, což představuje minimální zůstatkovou cenu majetku, jenž musí být pravidelně obnovována. Investice tudíž budou pouze doplňovací a to tak, aby trvale zůstal určený podíl. Vždy ale musí být minimálně ve výši odpisů z minulého roku a s ohledem na předpokládaný růst (inflační očekávání). Odpisy v jednotlivých letech sledovaného období 2007-2011 tvořily průměrně 10 % DHM a proto je předpoklad pro tento poměr i do budoucna. V následující tabulce Tab. 4.18 jsou podrobně rozepsány jednotlivé položky v letech.

Tab. 4. 18 Plán investic

Plán investic	2011	2012	2013	2014
Tržby (v mil. Kč)	154,672	104,040	106,121	108,243
DHM (v mil. Kč)	34,320	38,668	26,010	26,530
Odpisy (v mil. Kč)	0,892	3,867	2,601	2,653
Investice celkem (v mil. Kč)	0,981	4,435	3,944	2,653

Zdroj: vlastní vypracování.

4.5.4 Další informace

V roce 2011 byla použita míra zdanění zisku právnických osob ve výši 19 %, v dalších letech se předpokládá stejná konstantní míra zdanění. Management společnosti plánuje v následujících letech vyplácet dividendy každoročně ve výši 40 % zisku. Vzhledem k budoucím zakázkám a své silné finanční základně podnik nebude v prognózovaném období využívat dlouhodobé ani krátkodobé bankovní úvěry.

Plánované výkazy dlouhodobého finančního plánu, a to výkaz zisků a ztrát, výkaz cash flow a rozvaha pro plánované období 2012-2014 budou uvedeny v Příloze č. 3.

Finanční plán byl sestaven zpracovatelem tohoto ocenění v běžných cenách (tj. se zahrnutím vlivu inflace) a vychází z historických finančních výsledků za roky 2007 až 2011. Výkony resp. tržby za toto období již není možné do budoucnosti promítat s obdobně vysokými meziročnímu růsty a nejasnými výkyvy. Finanční plán sestavený na období let 2012 – 2014 odhaduje tržby na úrovni odpovídající cyklickému trendu za uvedené minulé období, ze kterého rezultuje v podstatě jen mírně rostoucí trend (s přihlédnutím k plánům managementu). Pro vyjádření charakteristiky trendu byla použita křivka logaritmické funkce jako optimální pro dlouhodobý vývoj peněžních toků podniku. Tržby by tak v delším časovém horizontu mírně oscilovaly mezi 2 % růstu meziročně tak, aby se limitně blížila křivce logaritmického trendu. Tento růst odpovídá průměrné očekávané inflaci.

4.6 Stanovení nákladů vlastního kapitálu N_{VK}

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál dle vzorce (2.1) je nutné určit beta koeficient, bezrizikovou úrokovou sazbu, výnos tržního portfolia navýšen o Gordonův koeficient růstu.

Stanovení β koeficientu

V následující tabulce 4.19 bude dle doporučeného postupu vypočten koeficient beta. [10]

Tab. 4. 19 Stanovení koeficientu β (ohodnocení systematického rizika)

Stupnice pro hodnocení rizikovosti	0,5	1	1,5
1. Citlivost na změny hospodářského cyklu	minimální citlivost	vyvíjí se s cyklem	vysoká citlivost
2. Vyjednávací síla vůči dodavatelů	převaha podniku	vyrovnaná	převaha dodavatelů
3. Vyjednávací síla vůči odběratelům	převaha podniku	vyrovnaná	převaha odběratelů
4. Podíl fixních nákladů na celkových nákladech	nízký	průměrný	vysoký
5. Míra zadlužení (Cizí kapitál / Vlastní kapitál)	menší než 40%	40% - 80%	80% a více
6. velikost podniku	velký	střední	malý
7. Diverzifikace územní	značná	střední	malá
8. Diverzifikace výrobní / služby	značná	střední	malá

Zdroj: Mařík (2011)

Dle výše provedené analýzy bude vyčíslen koeficient β následovně v tab. 4.20.

Tab. 4. 20 Stanovení koeficientu β

Stupeň rizika	Počet výskytů	Stupeň rizika - počet výskytů
0,5	1	0,5
1	3	3
1,5	4	6
Součet	8	9,5
β – Beta	1,1875	

Zdroj: Mařík (2011)

Dle Maříka (2011) byla odhadnutá β systematického rizika (obchodní + finanční riziko) dle odvětví v USA roku 1990 pro stavebnictví 1,43.³

Vzhledem k situaci na kapitálových trzích a k ekonomické situaci bude provedena korekce výsledné hodnoty z 1,1875 na **1,3**.

Stanovení bezrizikové úrokové sazby

Bezriziková úroková sazba byla stanovena na základě 10-ti letých státních dluhopisů za rok 2011 a průměrem jejich výnosů na **3,7%**.^[14]

Výnos tržního portfolia R_M

Výnos tržního portfolia je určen jako střední hodnota dividendových výnosností vybraných trhů světa dle následující tab. 4.21.

Tab. 4. 21 Příklady dividendových výnosností ve vybraných zemích

Země	2007	2008	2009	2010
USA	1,39%	3,02%	1,93%	10,86%
U.K.	3,32%	5,06%	3,93%	2,99%
Francie	2,95%	5,38%	3,43%	3,48%
Německo	2,37%	5,00%	3,32%	2,61%
Austrálie	3,66%	7,03%	3,73%	4,09%
Průměrná dividendová výnosnost $E(R_M)$	4,0%			

Zdroj: Mařík (2011)⁴

Výsledné $E(R_M)$ bude navýšeno o vypočtený růst dle vzorce (2.29.3) $g = 1,2\%$ dle vzorů (2.29.1) a (2.29.2). Vzhledem k jeho nízké hodnotě, která nezohledňuje ani růst cenové hladiny, bude jeho hodnota navýšena na **2 %**. Hodnota tržní výnosnosti je stanovena na hodnotu **6 %**.

Náklady vlastního kapitálu N_{VK}

Dle vzorce (2.1) byly vypočteny náklady na vlastní kapitál ve výši 6,69 %. Jelikož je tato výše nákladů vlastního kapitálu nízká, po konzultaci s odborníkem byla navýšena o 2,3 p.b. jenž odpovídají rizikové prémii daného odvětví. Výsledná hodnota N_{VK} je **8,97 %**.

³ Zdroj: Stewart: The Quest for Value, s. 1990

⁴ Zdroj: Skloff Financial Group, www.skloff.com

4.7 Stanovení hodnoty podniku dvoufázovou metodou EVA Entity

V následujících tabulkách budou uvedeny dílčí výpočty hodnot *NOA*, *EVA* a *KPVH* potřebné pro výsledné ocenění podniku.

Tab. 4. 22 Výpočet hodnot čistých operačních aktiv

	1. fáze			
NOA	2011	2012	2013	2014
Aktiva celkem (v mil. Kč)	85,309	76,001	83,222	91,083
Neoperační aktiva (v mil. Kč)	7,689	7,000	7,259	7,140
Neúročený cizí kapitál (v mil. Kč)	52,735	47,858	50,938	54,122
Čistá operační aktiva (v mil. Kč)	24,885	21,143	25,025	29,821

Zdroj: vlastní vypracování.

Čistá operační aktiva (*NOA*) byla vypočtena dle postupu (2.31.1).

Tab. 4. 23 Výpočet korigovaného provozního výsledku hospodaření

	1. fáze		
KPVH	2012	2013	2014
NOPBT v mil. Kč	6,537	8,011	8,171
Daň 19%	1,242	1,522	1,553
NOPAT v mil. Kč	5,295	6,489	6,619

Zdroj: vlastní vypracování.

NOPAT je čistý provozní zisk po dani, který vychází z *NOPBT* (*Net operating profit before taxes*). Jak již bylo uvedeno výše, za výchozí zisk je považován *korigovaný provozní výsledek hospodaření*, který odpovídá provoznímu výsledku hospodaření (viz kap. 4.5.2) před odpočtem odpisů.

Určení hodnoty podniku pomocí metody EVA vychází ze vzorce (2.32). Pro lepší přehlednost postupu výpočtu byly jednotlivé kroky vyčíslení současných hodnot ročních EVA v první fázi oceňování uspořádány do Tab. 4.24.

Tab. 4. 24 Stanovení hodnoty EVA v první fázi oceňování

EVA	1. fáze		
	2012	2013	2014
NOPAT v mil. Kč (KPVH)	5,295	6,489	6,619
N_{VK} %	0,090	0,090	0,090
Náklady kapitálu (N_{VK} x NOA_{t-1})	2,232	1,896	2,244
EVA	3,064	4,593	4,375
N_{VK} %	0,090	0,090	0,090
disk.EVA (odúročitel)	0,918	0,842	0,773
Současná hodnota ročních EVA v mil. Kč	2,811	3,868	3,381

Zdroj: vlastní vypracování.

4.7.1 Výsledné ocenění

Stěžejním bodem pro ocenění je odhad pokračující hodnoty, která je vyčíslena na základě vzorce (2.30), který zohledňuje nejen tempo růstu, ale i pokračující investice na **6,514 mil. Kč**. Výsledné ocenění podniku použitím metody EVA bylo provedeno na základě vzorce (2.32). Jednotlivé kroky ocenění jsou pro přehlednost uvedeny v Tab. 4.25. Propočet MVA byl proveden na základě postupu (2.31.2).

Tab. 4. 25 Výsledná hodnota podniku pro první a druhou fázi oceňování

Pokračující hodnota (PH)	93,322
Současná hodnota pokračující hodnoty	72,121
Současná hodnota 1. fáze	10,060
MVA	82,182
NOA k 31. 12. 2011	3,742
Výnosová hodnota brutto	85,924
Úročený cizí kapitál	0
Výnosová hodnota netto	85,924
Neoperační majetek k 31. 12. 2011	7,689
Výsledná výnosová hodnota vlastního kapitálu k 31.12.2011 v mil. Kč	93,613

Zdroj: vlastní vypracování.

Celková hodnota podniku stanovená dvoufázovou výnosovou metodou EVA je součtem hodnoty čistých operačních aktiv k datu ocenění, současnou hodnotou EVA pro první a druhou fázi a zpětnou úpravou (přičtením) neoperačního majetku ke dni ocenění.

Hodnota první fáze je **10,060 mil. Kč**. Hodnota druhé fáze je **72,121 mil. Kč**. Výsledná hodnota ocenění po potřebných úpravách je dle vzorce (2.26) **93,613 tis. Kč**.

4.8 Stanovení hodnoty podniku dvoufázovou metodou DCF Entity

Pro aplikaci vybraného modelu oceňování jsou zvoleny volné peněžní toky pro vlastníka i věřitele (FCFF). Jejich hodnota je získávána postupnou úpravou čistého provozního zisku (KPVH) prognózovaného pro období let 2012-2014, který odpovídá použitému NOPAT u metody EVA.

V následující tabulce Tab. 4.26 jsou vyčísleny finanční toky FCFF dle vztahu (2.25) a pro pokračující hodnotu dle vzorce (2.29).

Tab. 4. 26 Volné peněžní toky v letech 2012-2014

FCFF	1. fáze		
	2012	2013	2014
+ EAT (KPVH)	5,295	6,489	6,619
+ odpisy	3,867	2,601	2,653
- změna ČPK	-1,295	2,539	4,797
- investice	4,435	3,551	2,573
+ úroky(1-t)	0	0	0
FCFF v mil. Kč	6,022	3,000	1,902

Zdroj: vlastní vypracování.

Pro ocenění kapitálu podniku metodou DCF entity byl zvolen dvoufázový přístup, přičemž délka trvání první fáze je 3 roky (rok 2012 až 2014). Po ukončení průběhu první fáze následuje bezprostředně fáze druhá, která předpokládá nekonečné trvání fungování podniku. Druhá fáze vychází ze skutečnosti, že stejně jako v případě finančních toků použitých v metodě EVA i zde je předpoklad růstu a dalších investic. Proto pokračující hodnota bude rovněž vypočtena dle vzorce (2.30).

Pro stanovení hodnoty společnosti dle zvolené metody je nutné diskontovat zjištěné finanční toky FCFF v jednotlivých letech příslušnými náklady vlastního kapitálu dle vzorce (2.27).

4.8.1 Výsledné ocenění

Hodnota společnosti je pak stanovena jako součet současných hodnot budoucích toků společnosti v obou fázích (2.30.2).

Jednotlivé dílčí propočty pokračující hodnoty, tedy vyčíslení současné hodnoty budoucích toků, jsou dle vzorce (2.30). Tak, jako u metody EVA dochází k úpravě o

zpětné přičtení neoperačního majetku. Postup ocenění dle uvedených vzorců je uveden v následující Tab. 4. 27.

Tab. 4. 27 Výsledná hodnota podniku pro první a druhou fázi oceňování

Pokračující hodnota (PH)	93,322
Současná hodnota pokračující hodnoty	72,122
Současné hodnota 1. fáze	10,924
Výnosová hodnota brutto	83,046
Úročený cizí kapitál	0
Výnosová hodnota netto	83,046
Neoperační majetek k 31. 12. 2011	7,689
Výsledná výnosová hodnota vlastního kapitálu k 31.12.2011 v mil. Kč	90,735

Zdroj: vlastní vypracování.

Hodnota společnosti v první fázi je daná součtem hodnot společnosti v jednotlivých letech dle vzorce (2.27). Hodnota podniku Prodez, a.s. v první fázi je **10,924 mil. Kč**.

Hodnota společnosti v druhé fázi je určena podle vzorce (2.29) s využitím pokračující hodnoty vypočtené dle (2.30). Tato *PH* se následně diskontuje k datu ocenění. Její výsledná hodnota je **72,122 mil. Kč**.

Celková hodnota podniku stanovená dvoufázovou výnosovou metodou diskontovaných peněžních toků entity je součtem hodnoty podniku pro první a druhou fázi a zpětným přičtením neoperačních aktiv. Hodnota podniku je v konečné fázi určena dle vzorce (2.26) a je **90,735 mil. Kč**.

4.9 Srovnání použitých metod

Výsledná hodnota vypočtena dle metody EVA vyšla téměř o 3 mil. Kč vyšší. Budoucí finanční toky plynoucí z použité metodiky EVA- entity vykazují určitou stabilní výši oproti finančním tokům plynoucím z použití metody DCF-entity, které vykazují klesající trend.

Při použití těchto dvou metod by měly vyjít přibližně stejné výsledky za předpokladu, že je vycházeno ze stejných finančních toků, resp. *NOPAT*. Jak již bylo zmíněno výše, výsledné hodnoty se odlišují i přes to, že bylo vycházeno ze stejného *KPVH*. Existuje několik možných příčin. Dle Maříka, Maříkové (2007, s. 75) „... jde o

tradiční problém – jaký je vztah mezi oceněním podniku na bázi peněžních toků a na bázi účetního výsledku hospodaření.“

Rovněž pro vzájemné srovnání použitých metod bylo důležité vycházet ze stejných nákladů vlastního kapitálu. Platí zde pravidlo, čím vyšší náklady, tím nižší hodnota budoucích toků. Vzhledem ke skutečnosti, že podnik nemá žádný cizí úročený kapitál, stanovené náklady vlastního kapitálu se pohybují na hranici 9 %, což je dle znalců jejich minimální výše. Následné budoucí toky mohou být takto mírně nadhodnoceny.

Metoda *EVA* je dle uznávaného odhadce Jaroslava Šantrůčka „*pouze doplňkovou metodou pro stanovení hodnoty podniku*“. Jelikož je postavena na tržně přidané hodnotě MVA, jenž se nejlépe reflektuje tam, kde je rozvinut kapitálový trh, je její vypovídající hodnota v podmínkách České republiky nižší. Pro potřeby této diplomové práce postačí fakt, že obě výsledné hodnoty se přibližně rovnají a že hodnota podniku díky vyšší EVA bude na kladně se rozvíjejícím trhu mít předpoklad dalšího růstu.

K hodnocení obou metod je důležité dodat, že výnosové ocenění v sobě skrývá řadu úskalí. Mezi hlavní překážky výnosového ocenění patří bezesporu vývoj tržního a ekonomického prostředí, kdy je velmi obtížné přesně odhadnout vstupní údaje pro ocenění. Rovněž obě dvě metody jsou náchylné na subjektivní vlivy.

Závěrečný odhad hodnoty podniku je proveden na základě váženého průměru výsledných hodnot, přičemž ocenění dle výnosové metody DCF – entity je přiřazena větší váha, a to 0,6 %.

Výsledné ocenění společnosti je **91, 886 mil. Kč.**

5 Návrhy a doporučení pro vedení společnosti

Vzhledem k dosaženým výsledkům lze konstatovat, že podnik se jeví stabilní a finančně zdravý.

K samotnému ocenění bylo využito konzultací s odhadci. Jejich hrubý odhad po přechtu práce byla částka v rozmezí 60 – 80 mil. Kč. Zdůraznili, že odhady pomocí výnosových metod někdy přeceňují potenciál podniku a to především jeho pokračující hodnotu, kdy se předpokládá nekonečné fungování podniku tak jak „stojí a běží“. Vzhledem ke skutečnosti, že podnik nemá žádný cizí úročený kapitál, stanovené náklady vlastního kapitálu se pohybují na hranici 9 %, což je dle znalců jejich minimální výše. Následné budoucí toky mohou být takto mírně nadhodnoceny. Výsledné ocenění podniku bylo 91, 886 mil. Kč., což za výše zmíněných okolností odpovídá odhadu renomovaných znalců.

Podnik tohoto rozsahu by byl v možnostech odhadce OSVČ, nicméně jestliže by se mělo jednat o reálný prodej, je vždy lepší využít služeb znaleckých ústavů, kde na každé části ocenění pracuje tým odborníků.

Pro potřeby této práce byla odhadnuta částka okolo 90 mil. Kč. Pro stávající management to hovoří o jeho dobrém řízení a finančním zdraví. Nesporným potenciálem podniku je jeho management, který lze považovat za hlavní generátor hodnoty. Koupěčtivý investor by musel zvážit hodnotu managementu a v případě, že by stávající management nepokračoval ve své práci, musel by zajistit minimálně stejně odborně vzdělaný a obchodně zručný personál. Potom jedině by byla schopnost podniku generovat budoucí peněžní toky takové výše (viz pokračující hodnota).

Provedená finanční analýza podala věrohodný obraz finančního zdraví podniku. Bylo vycházeno z účetních dat poskytnutých podnikem. Vzhledem k faktu, že společnost v roce 2010 a 2011 přistoupila k tvorbě opravných položek k pohledávkám, které byly upsány na vrub nákladů, by dosahovaná rentabilita byla v rozmezí hodnot 30 - 40 %. Takto vysoká rentabilita vypovídá o schopnosti zhodnocovat vlastní kapitál. Bylo tedy potvrzeno, že od roku 2008 hodnota rentability vlastního kapitálu osciluje okolo hodnoty 40 %. Likvidita podniku je na velice dobré úrovni. Podnik je schopen okamžitě dostát svým závazkům díky silné peněžní základně. Prodez, a.s. v jednotlivých letech sledovaného období využíval bezplatného obchodního úvěru od svého obchodního okolí, ale taky jej nabízel. V roce 2007 společnost hradila své závazky téměř dvakrát rychleji, než bylo inkaso pohledávek. V konečném důsledku to znamená, že Prodez, a.s. vystupuje

oproti svým obchodním partnerům platebně neutrálně. Ze vzájemného poměru lze vidět, že doby obratu mají stejný vývoj a že jsou managementem řízeny. Neblahý fakt, že podniky platí své závazky po lhůtě splatnosti, byl zde potvrzen na obou stranách obchodního styku.

Vývoj ukazatele finanční páky vypovídá o neefektivním využívání kapitálu a překapitalizování společnosti. Tento ukazatel obecně charakterizuje efekt zvyšování rentability vlastního kapitálu použitím cizího kapitálu v kapitálové struktuře podniku. Podnik nemá za posledních 5 let žádný úročený cizí kapitál, a proto nevyužívá výhod daňového štítu. Optimalizací kapitálové struktury se dosáhne ideálního poměru vlastních a cizích zdrojů financování. Optimální kapitálová struktura je nejefektivnější tehdy, pokud generuje nejnižší náklady.

Návrh optimální kapitálové struktury spočívá ve výpočtu takového poměru cizího a vlastního kapitálu, kdy úročený cizí kapitál by měl pokrýt potřeby OA a volné peněžní prostředky vlastního kapitálu by tak mohly být využity k jiným investicím. Vždy je nutné zvážit poměr výnosů a placených úroků. Na placené úroky je potřeba se dívat jako na daňově uznatelné náklady, které nám snižují zisk a daň z příjmu. Každá investice sebou nese riziko a je na managementu podniku toto zvážit, rozhodnout se. K jednoduchému návrhu postačí využití ukazatelů složeného úročení (odúročitel) k získání současné hodnoty investovaného kapitálu. Pakliže je tato hodnota vyšší než náklady plynoucí z užití cizího úročeného kapitálu (nepočítaje daňovou uznatelnost placených úroků jako nákladů), je vhodné této alternativy využít a změnit kapitálovou strukturu.

6 Závěr

V podmínkách České republiky se lze setkat s literaturou publikující matematické metody, podle kterých lze ocenění podniku uskutečnit. Oproti Německu a státům západu se naše stále transformující se ekonomika potýká s problémy této složité disciplíny. Oceňování podniku je komplexní činnost a její výsledky závisí na účelu ocenění, znalosti z účetnictví, financí, mikroekonomie a makroekonomie. Při výběru postupu a metody ocenění pak vystupují do popředí analytické schopnosti a zkušenosti znalce, který je zodpovědný za vhodně vybraný model. Odhadce musí spoléhat na své zkušenosti, znalosti, cit a umění, které musí účelově využít ke stanovení co nejobjektivnější hodnoty podniku vzhledem k účelu ocenění, místu a času provedení posudku.

Dříve, než se odhadce začne věnovat samotnému ocenění podniku, musí mít jasnou představu o tom, co vlastně oceňuje a co by mělo být výsledkem jeho snahy. Z tohoto důvodu byla v úvodní části diplomové práce formulována základní teoretická východiska nutná k oceňování podniku. Byl zde uveden postup ocenění, teorie k jednotlivým analýzám a metody ocenění, které byly následně aplikovány v praktické části práce.

Výsledkem praktické části byl odhad ceny podniku Prodez, a.s. využitím dostupných parametrů současné oceňovací praxe a legislativy v České republice. Dosažený výsledek reflektuje stanovený cíl práce.

Cílem této diplomové práce bylo stanovit tržní hodnotu podniku Prodez, a.s. pomocí dvoufázové výnosové metody DCF – entity a dvoufázové výnosové metody EVA – entity. Pro splnění tohoto cíle bylo důležité provést strategickou a finanční analýzu podniku. Na jejich základě byly vysloveny předpoklady o růstu trhu a tržeb, z nichž byly vytvořeny finanční plány. Tržby jako takové byly stěžejním bodem, od kterého se vyvíjel celý postup samotného ocenění.

Zvolená výnosová metoda DCF – entity je založená na diskontovaných peněžních tocích pro vlastníky a věřitele FCFF. Vzhledem k faktu, že zvolené metody by za ideálních podmínek měly vést k přibližným, mnohdy stejným výsledkům, bylo důležité, aby metoda EVA – entity vycházela ze stejných peněžních toků. K stanovení hodnoty podniku zvolenými metodami byly použity plánované hodnoty převzaté z plánované rozvahy, výkazu zisku a ztráty a výkazu peněžních toků.

Ocenění bylo provedeno dvoufázově, kdy první fází je období 2012 až 2014 a druhá fáze od roku 2015 s trváním do nekonečně a s předpokládaným růstem 2%. Zvolenými metodami byla stanovena hodnota společnosti Prodez, a.s. ve výši **90 735 tis. Kč** (metodou DCF – entity) a **93 613 tis. Kč** (metodou EVA – entity) při zaokrouhlení na celé tisíce koruny nahoru. Pro obě hodnoty lze konstatovat, že vlastníkům jejich podnik přináší dobrý výnosový potenciál do budoucna. Závěrečný odhad hodnoty podniku byl proveden na základě váženého průměru výsledných hodnot, přičemž ocenění dle výnosové metody DCF – entity byla přiřazena větší váha, a to 0,6 %. Výsledné ocenění společnosti je **91, 886 mil. Kč**.

Vzhledem k výsledkům finanční analýzy se jedná o finančně stabilní podnik. Při plánovaném nekonečném pokračování činnosti podniku se výsledná cena podniku metodou DCF- entity jeví jako objektivní. Výsledná hodnota podniku dle metody EVA- entity je vyšší, nicméně dle znalců je vhodné tuto metodu považovat pouze jako doplňkovou. Ovšem metoda EVA jako taková se hojně používá k hodnocení výkonnosti podniku.

Seznam použité literatury

Monografie

- [1] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance*. 2th ed. New York: Wiley & Sons, 2006. 685 p. ISBN 978-04-71751-21-2.
- [2] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 192 s. ISBN 80-86119-58-0.
- [3] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. Praha: C. H. Beck, 1999. 304 s. ISBN 80-7179-2276.
- [4] KISLINGEROVÁ, Eva. *Oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [5] KOLLER, Tim, GOEDHART, Marc, WESSELS, David. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. New Jersey: Wiley & Sons, 2010. 811 p. ISBN 978-0-470-42465-0.
- [6] KRABEC, Tomáš. *Oceňování podniku a standardy hodnoty*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2009. 264 s. ISBN 978-247-2865-0.
- [7] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku. Proces ocenění – základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
- [8] MAŘÍKOVÁ, Pavla, MAŘÍK, Miloš. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [9] MAŘÍK, Miloš, MAŘÍKOVÁ, P. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. 1.vyd. Praha: Economica, 2007. 242 s. ISBN978-80-245-1242-6.
- [10] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku pro pokročilé. Hlubší pohled na vybrané problémy*. 1. vyd. Praha: Ekopress. 2011. 548 s. ISBN 978-80-86929-80-4.
- [11] MRKVIČKA, Josef, KOLÁŘ, Pavel. *Finanční analýza*. 2. vyd. Praha: ASPI, 2005. 228 s. ISBN 80-7357-219-2.
- [12] SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 1. vyd. Brno: ComputerPress, 2007. 195 s. ISBN 978-80-251-1830-6.
- [13] SEDLÁČKOVÁ, Helena, BUCHTA, Karel. *Strategická analýza*. 2. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. 121 s. ISBN80-7179-367-1

Internetové zdroje

- [14] ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. ČNB: *Databáze časových řad ARAD* [online]. ČNB [20. 3. 2012]. Dostupné z: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP.html.>
- [15] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. ČSÚ: *Klasifikace ekonomických činností CZ-NACE* [online]. ČSÚ [20. 2. 2012]. Dostupné z: [http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace_ekonomickych_cinnosti_\(cz_nac\)](http://www.czso.cz/csu/klasifik.nsf/i/klasifikace_ekonomickych_cinnosti_(cz_nac))
- [16] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. ČSÚ: *Databáze ročních národních účtů* [online]. ČSÚ [20. 2. 2012]. Dostupné z: <http://apl.czso.cz/pll/rocenka/rocenka.presmsocas>
- [17] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. ČSÚ: *Indexy cen výrobců- časové řady* [online]. ČSÚ [27. 2. 2012]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/ipc_cr
- [18] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. ČSÚ: *Míra inflace* [online]. ČSÚ [27. 2. 2012]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/mira_inflace
- [19] PRODEZ, a.s.: *Nabídka služeb* [online]. Prodez [2. 3. 2012]. Dostupné z: <http://prodez.cz/cs/nabidka-sluzeb/>
- [20] Zákon č. 531 ze dne 5. listopadu 1991 obchodní zákoník. Dostupný z: <http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchzak/cast1.aspx>

Seznam zkratek

A	celková aktiva
C	celkový investovaný kapitál
CK	cizí kapitál
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
DCF	diskontované cash flow
DFM	dlouhodobý finanční majetek
DHM	dlouhodobý hmotný majetek
DHNM	dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek
Dlh.	dlouhodobý
DNM	dlouhodobý nehmotný majetek
EAT	zisk po zdanění
EBIT	zisk před daní a úroky
EBT	zisk před zdaněním
EVA	ekonomická přidaná hodnota
FCF	volný peněžní tok
FCFF	volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele
g	konstantní růst
HDP	hrubý domácí produkt
i	úroková sazba
IČ	identifikační číslo
INV	investice
Kč	Koruna česká
KPVH	korigovaný provozní výsledek hospodaření
KZ	krátkodobé závazky
mil.	milion
mld.	miliarda
MVA	tržně přidaná hodnota
NOA	čisté provozní aktiva
NOPBT	provozní zisk před daní
NOPAT	čistý provozní zisk
OBL	obligace

OA	oběžná aktiva
OSVČ	osoba samostatně výdělečně činná
P	pasiva
PH	pokračující hodnota
Pohl.	pohledávky
PP	peněžní prostředky
RA	náklad na celkový kapitál
RD	náklad na úročený cizí kapitál
RE	náklad na vlastní kapitál
RF	bezriziková sazba
R _{Fin.stab.}	riziková přírážka jako riziko vyplývající z finanční stability
RLA	riziková přírážka za velikost podniku
ROA	rentabilita aktiv
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
R _{podnikatelské}	riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko
SA	stálá aktiva
t	sazba daně
T	tržby
tis.	tisíc
Ú	úroky
UVH	upravený výsledek hospodaření
UZ	úplatné cizí zdroje
V	hodnota firmy (fáze ocenění)
VH	výsledek hospodaření
VK	vlastní kapitál
VZaZ	výkaz zisku a ztrá

Prohlášení a využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že:

- byla jsem seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo,
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně ke své vnitřní potřebě diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3),
- souhlasím s tím, že jeden výtisk diplomové práce bude uložen v Ústřední knihovně VŠB-TUO k prezenčnímu nahlédnutí a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že údaje o diplomové práci, obsažené v Záznamu o závěrečné práci, umístěném v příloze mé diplomové práce, budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO,
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavře licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona,
- bylo sjednáno, že užít své dílo – diplomovou práci nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 27. 4. 2012

Kateřina Fučíková

jméno a příjmení studenta

Seznam příloh

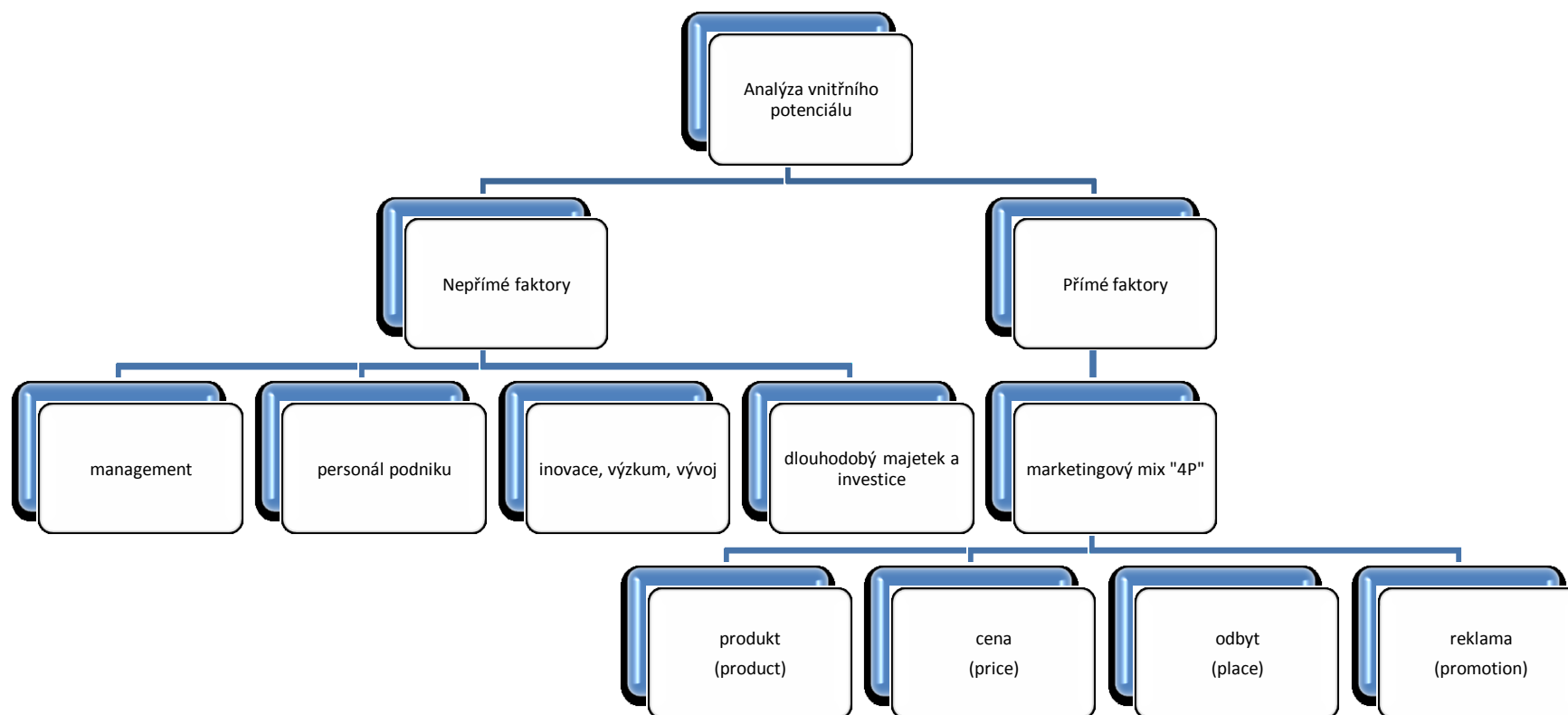
Příloha č. 1 Členění vnitřního potenciálu

Příloha č. 2 Analýza vnitřního potenciálu

Příloha č. 3 Finanční plány Rozvaha, VZaZ a Cash Flow pro plánované období

Přílohy

Příloha č. 1 Členění vnitřního potenciálu



Zdroj: vlastní vypracování

Příloha č. 2 Analýza vnitřního potenciálu

Hodnocení management

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
1 Schopnost tvořit vize	Žádné				x				Vedení má jasnou vizi
2 Schopnost tvořit strategie	Žádná						x		Vedení má jasnou strategii
3 Schopnost prognózovat	Špatná							x	Mimořádná
4 Schopnost ocenit šance a rizika	Příliš optimistické cíle						x		Realistické pohledy
5 Plánování běžné činnosti	Žádné						x		Pravidelně, obsáhle
6 Styl vedení, hodnoty	Nejasné kompetence, přetížené vedení						x		Jasná kompetence a hodnoty
7 Osobní kvalifikace	Nedostatečná							x	Vysoce kvalifikovaný
8 Schopnost se učit	Strnulost v minulém					x			Vysoká, zájem o nové
9 Schopnost rozhodovat	Váhavost při rozhodování							x	Schopnost rychle nalézt řešení
10 Vyváženost technických a ekonomických hledisek	Jedno-strannost					x			Ovládá obě oblasti
Četnost bodů		0	0	0	1	2	4	3	
Body × četnost		0	0	0	3	8	20	18	

Získaný počet bodů:	49
---------------------	----

Průměrný počet bodů:	5
-----------------------------	----------

Zdroj: Mařík (2007) vlastní interpretace

Hodnocení personál

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodno-cení
		0	1	2	3	4	5	6	
A. Kvalifikace a fluktuace									
1 Závislost na klíčových odbornostech	Provoz podniku je vysoce závislý na pracovnících se specifickou odborností		x						Provoz nevyžaduje speciální odbornost
2 Kvalifikace personálu	Podnik nemá tak kvalifikovaný personál, jak by to provoz vyžadoval							x	Podnik má personál s potřebnou kvalifikací
3 Nebezpečí fluktuace klíčových osob	Vysoká fluktuace, podnik nevěnuje pozornost klíčovým pracovním místům						x		Zatím nízká fluktuace, klíčové kvalifikace jsou identifikovány a vhodně řízeny
B. Klima v podniku									
4 Obecné hodnocení klimatu	Napjatá atmosféra, nespokojenost							x	Spokojenost, důvěra v budoucnost
5 Ochota k výkonům pro firmu	Minimální ochota k výkonům, pracovníci podali „vnitřní výpověď“						x		Iniciativnost, ochota přebírat odpovědnost
C. Osobní náklady									
6 Relativní vývoj osobních nákladů	Náklady rostou rychleji než produktivita práce, nebo naopak růstu mezd je věnována malá pozornost						x		Osobní náklady se vyvíjejí přiměřeně
7 Náklady na školení	Minimální				x				Vysoké, srovnatelné s konkurencí
Četnost bodů		0	1	0	1	0	3	2	
Body × četnost		0	1	0	3	0	15	12	

Získaný počet bodů: 31

Průměrný počet bodů: 4

Zdroj: Mařík (2007) vlastní interpretace

Hodnocení výzkum

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
A. Inovační síla									
1 Množství registrovaných práv průmyslového vlastnictví	Malé množství, podnik již delší dobu nepodal žádnou novou přihlášku k registraci			x					Vysoký počet registrovaných práv a průběžně nové přihlášky
2 Podíl na nových produktech na trhu	Minimální podíl na trhu nových produktů				x				Nadprůměrný podíl
3 Podíl nových produktů na tržbách (příspěvku na krytí, cash flow)	Nízký, tržby (příspěvek na krytí, cash flow) plynou především ze zavedených produktů		x						Vysoký
4 Využití informací z reklamací	Informace nejsou využívány						x		Propracovaný systém sledování a využívání informací z reklamací
B. Organizace výzkumu a vývoje									
5 Motivace pracovníků na inovacích	Žádný motivační systém					x			Propracovaný motivační systém
6 Podíl úspěšných výzkumných projektů	Malý					x			Vysoký
7 Strategie výzkumných prací	Žádný výzkum nebo improvizované řízení		x						Jasně cíle a strategie, propracované vazby mezi výzkumem a marketingem
8 Podíl nákladů na výzkum a vývoj na tržbách	Nízký podíl					x			Nadprůměrný podíl
Četnost bodů		0	2	1	1	3	1	0	
Body × četnost		0	2	2	3	12	5	0	

Získaný počet bodů: 24

Průměrný počet bodů: 3

Zdroj: Mařík (2007) vlastní interpretace

Hodnocení investice

Kritérium	Příklad pro špatné hodnocení	Bodové hodnocení							Příklad pro dobré hodnocení
		0	1	2	3	4	5	6	
1 Přiměřenost kapacit k datu ocenění	Nedostatečné kapacit nebo naopak příliš mnoho nevyužitých kapacit						x		Kapacity optimálně využité
2 Technická úroveň dlouhodobého majetku	Velmi zastaralá					x			Modernější vybavení než u konkurence
3 Stav údržby (podle celkového dojmu)	Nedostatečná údržba, zanedbanost						x		Pečlivá údržba
4 Fundovanost posuzování investic	Rozhodování „od oka“					x			Standardní kritéria hodnocení investic, scénáře
5 Investiční controlling	Žádné prvky investičního controllingu						x		Průběžná kontrola a zpětné hodnocení významných investic
6 Přiměřenost investic	Investiční činnost zcela nedostatečná						x		Investice jsou přiměřené konkrétní situaci a rozvojovým záměrům
Četnost bodů		0	0	0	0	2	4	0	
Body × četnost		0	0	0	0	8	20	0	

Získaný počet bodů:	28
Průměrný počet bodů:	5

Zdroj: Mařík (2007) vlastní interpretace

Příloha č. 3 Finanční plány Rozvaha, VZaZ a Cash Flow pro plánované období

VZaZ (v mil. Kč)	2011	2012	2013	2014
Tržby	154,672	104,04	106,1208	108,243216
Provozní náklady	141,22	93,64	95,51	97,42
Tržby-prov. náklady	13,45	10,40	10,61	10,82
Odpisy	0,89	3,87	2,60	2,65
Provozní VH	12,480	6,537	8,011	8,171
Nákladové úroky	0	0	0	0
VH před zdaněním	10,371	6,537	8,011	8,171
daň za běžnou činnost	4,41	1,24	1,52	1,55
VH za účetní období (EAT)	5,96	5,30	6,49	6,62

CF (v mil. Kč)	2012	2013	2014
VH za účetní období (EAT)	5,295	6,489	6,619
+ odpisy	3,867	2,601	2,653
- změna ČPK	-1,295	2,539	4,797
CF prov.	10,457	6,551	4,475
- přírůstek DHM	4,435	3,944	2,653
CF inv.	6,022	2,607	1,822
- dividendy	2,384	2,118	2,596
CF celkem	3,638	0,489	-0,773

Rozvaha (v mil. Kč)		2012	2013	2014
DHM		7,335	8,678	8,678
OA		68,666	74,544	82,405
- z toho:	zásoby	16,646	16,979	17,319
	kr. pohledávky	27,050	29,714	32,473
	dl. pohledávky	2,081	2,122	4,330
	kr. cenné papíry	7,000	7,259	7,140
	kr. fin. majetek	15,889	18,469	21,143
Aktiva celkem		76,001	83,222	91,083
Vlastní kapitál		27,142	31,284	35,340
- z toho:	Základní kapitál	4,500	4,500	4,500
	kapitálové fondy	4,082	4,082	4,082
VH běžného období		5,295	6,489	6,619
Nerozdělený zisk minulých let		13,265	16,213	20,139
Cizí zdroje celkem		48,858	51,938	55,744
- z toho:	kr. závazky	47,858	50,938	54,122
	dl. závazky	1,000	1,000	1,622
Pasiva celkem		76,001	83,222	91,083

Zdroj: vlastní vypracování.